

2025 年 06 月 25 日

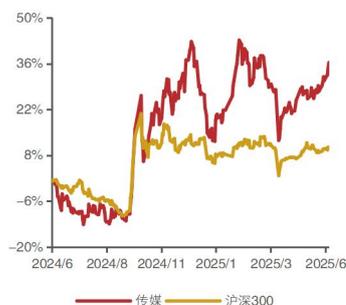
投资评级：看好（维持）

证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



何以卡游？先行者的未来时刻

——卡牌行业系列报告（二）

投资要点：

- **三段历程，卡游是怎样炼成的？** 1) **奥特曼卡时期：中国卡牌行业标准与模式的领路人。**卡游作为行业开创者，从生产渠道等多个维度奠定卡牌的行业标准，并具有先发优势。2018 年卡游通过新创华获得奥特曼 IP 授权，推出奥特曼集换式卡牌系列产品，实现商业化的飞跃。2) **小马宝莉时期：集大成者，渠道力、营销力和产品力的综合体现。**体现卡游的产品力、渠道力和营销力的综合优势，降低对头部爆款 IP 依赖。2020 年签约 IP 后，卡游推出系列产品，并借助直播拆卡迅速打开线上渠道，拓展了女性及成年人用户圈层，使“小马宝莉”在社交平台上的热度不断攀升。3) **哪吒及其他 ip 时期：全产业链布局，对 IP 的虹吸效应。**证明卡游的供应链能力能够对市场上的爆款 IP 作出快速响应，同时卡游作为行业龙头对热门 IP 具有虹吸能力。电影《哪吒 2》上映后，卡游迅速推出相关卡牌产品，并通过线上线下渠道进行销售，其产品强调卡牌玩法，设计了多种稀有卡，满足了消费者的需求。
- **卡游的壁垒是先发优势下，对渠道力、产品力和 IP 运营力的全面掌握。**卡游凭借先发优势，全面掌握渠道力、产品力和 IP 运营力。创始人李奇斌产业经验丰富，使卡游在十年间发展为集动漫品牌管理、衍生品开发等于一体的全产业链集团公司，并通过卡片销售培养优秀的经销商团队。
- **卡牌仍是中国大玩具市场最具发展潜力的方向。**卡牌仍是中国玩具市场极具潜力的方向，其产业链涵盖 IP 授权、制造、发行、推广及二级市场等环节。美国卡牌市场金融化、日本卡牌市场以动漫文化为核心，均给中国提供思路。中国卡牌市场文化发掘加速，作为泛娱乐玩具增长最快行业，市场规模持续增长，预计 2029 年达 446 亿元。
- **分歧中，我们认为卡游未来几个核心关注点。** 1) **关注点一：基于 IP 矩阵的下一个爆款产品是什么？** 凭借对 IP 的深刻理解，推出与消费者产生共鸣的主题卡牌，如奥特曼、小马宝莉等，并积极探索中国美术风格，强化消费者连接，未来能否持续推出强势产品是关键。2) **关注点二：强渠道能力还能够拓展什么？** 卡游可利用现有 IP、渠道和生产工艺等资源，挖掘新消费需求，探索文具、潮玩等领域，文具业务已取得不错成绩，未来在这些领域的发展值得期待。3) **关注点三：拓展海外市场的可能性有多大？** 卡游已与国际玩具和游戏巨头合作，产品在海外有一定认知度，通过与国际权威卡牌认证评级机构合作提升品牌专业形象，其自有 IP《卡游三国》也在海外取得成绩，出海战略有较大发展空间。

投资分析意见。我们认为随着人口结构的演变，新世代用户群体对 IP 的付费意愿逐步增强，卡牌兼具社交、收藏与投资的属性，是重要的 IP 衍生品形态之一。建议关注【卡游】【姚记科技】【浙数文化】【奥飞娱乐】【上海电影】【华立科技】等。

- **风险提示。客户流失风险；IP 运营风险；政策风险等。**

内容目录

1. 三段历程，卡游是怎样炼成的？	7
1.1. 奥特曼时期：中国卡牌行业标准与模式的领路人	7
1.2. 小马宝莉时期：集大成者，渠道力、营销力和产品力的综合体现	10
1.3. 哪吒及其他 IP 时期：全产业链布局，对 IP 的虹吸效应	12
1.4. 卡游的壁垒是先发优势下，对渠道力、产品力和 IP 运营力的全面掌握	14
1.4.1. 品质把控下的生产力规模效应体现	14
1.4.2. 更加强化的渠道网络：经销网络+自营品牌旗舰升级	17
2. 卡牌仍是中国大玩具市场最具发展潜力的方向	21
2.1. 美国卡牌市场的金融化，日本卡牌市场的文化基础，均为中国市场提供思路	22
2.2. 中国卡牌市场基于文化的发掘仍在加速	25
2.3. 内生增长逻辑：人口的代际特征与情绪消费的理解	28
3. 分歧中，我们认为卡游未来几个核心关注点	31
3.1. 关注点一：基于 IP 矩阵的下一个爆款产品是什么？	31
3.2. 关注点二：强渠道能力还能够拓展什么？	33
3.3. 关注点三：拓展海外市场的可能性有多大？	36
4. 再分析卡游招股书	39
4.1. 公司简介：集换式卡牌业务的先行者	39
4.2. 管理团队：经验的积累	40
4.3. 财务分析：产品高弹性下的波动	41
5. 卡牌行业相关标的梳理	45
5.1. 姚记科技：全链路前瞻布局卡牌新赛道	45
5.2. 浙数文化：通过投资布局卡牌业务	46
5.3. 奥飞娱乐：国产 IP 资源丰富，布局逐步深入	47
5.4. 上海电影：卡牌产品布局拓展 IP 边界	47
5.5. 华立科技：国内游艺行业龙头，加快 IP 部署	48
6. 风险提示	49

图表目录

图表 1: 奥特曼 IP 上新历程.....	7
图表 2: 2024 卡游杯英雄对决全国大奖赛.....	9
图表 3: 卡游部落微信小程序.....	9
图表 4: 奥特曼卡成为校园内的“社交货币”.....	10
图表 5: 卡游设计的“盲盒式 抽卡机制激发收集欲.....	10
图表 6: 奥特曼卡的 sku (不完全整理).....	10
图表 7: 小马宝莉进一步出品吧唧(徽章)和盲盒手办.....	11
图表 8: 抖音拆卡直播间成为重要的直播内容形式.....	11
图表 9: 社交平台上“小马宝莉”同人 IP 内容.....	12
图表 10: 微信指数中集卡社/卡游/斗天包关键词的热度曲线(从左到右依次是集卡社、卡游、斗天包).....	13
图表 11: 集卡社影院展销柜.....	13
图表 12: 集卡社 AR 观影卡.....	13
图表 13: 卡游限编卡.....	14
图表 14: 卡游导演亲签卡.....	14
图表 15: 卡游产品的生产基地.....	15
图表 16: 卡游产品的生产基地.....	15
图表 17: 2019-2024 年中国铜版纸价格.....	15
图表 18: 2019-2024 年中国印刷油墨价格.....	15
图表 19: 卡游的卡牌生产相关工艺.....	16
图表 20: 卡游卡牌工艺效果图.....	16
图表 21: 公司生产基地情况(截至 2024 年 12 月 31 日).....	16
图表 22: 卡游主要自有生产线详情(千生产单位).....	16
图表 23: 公司在建的主要生产扩张计划.....	17
图表 24: 卡游按地区划分的经销商数量.....	17
图表 25: 卡游按地区划分的经销商收入情况.....	18
图表 26: 2022-2024 年卡游分渠道收入明细(亿元).....	18
图表 27: 2022-2024 年卡游按线上/线下销售划分的经销/直营渠道收入明细(亿元).....	18
图表 28: 2022-2024 年公司经销商数量.....	18

图表 29: 公司线上及线下 KA 合作伙伴的数量明细	19
图表 30: 公司卡游中心的数量明细	19
图表 31: 卡游线下旗舰店的数量明细	20
图表 32: 卡游上海城市旗舰店	20
图表 33: 卡游经销商门店	20
图表 34: 卡游线下自动贩卖机	20
图表 35: 卡游在京东、淘宝和抖音的线上旗舰店	20
图表 36: 卡牌市场产业链拆解	22
图表 37: 美国卡牌市场历史复盘	23
图表 38: 日本卡牌市场历史复盘	24
图表 39: 2003 -2023 年日本玩具行业和集换式卡牌行业市场规模	25
图表 40: 中国泛娱乐产品行业市场规模情况 (十亿元)	26
图表 41: 中国泛娱乐玩具行业市场规模情况 (十亿元)	26
图表 42: 中国集换式卡牌行业市场规模	27
图表 43: 各国家集换式卡牌市场规模与人均支出对比	27
图表 44: 2022-2024 年集换社成交买家数	28
图表 45: 2022-2024 年集换社成交卖家数	28
图表 46: 2022-2024 年集换社成交订单数	28
图表 47: 2024 年集换社成交张数分布 (%)	28
图表 48: 1990-2020 年人口普查中家庭户户数 (万户)	29
图表 49: 1953-2020 年人口普查中平均家庭户规模情况	29
图表 50: 2000-2024 年在校学生人数 (万人)	29
图表 51: 2000-2024 年全国城镇化率 (%)	30
图表 52: 2022 年 4 月各代际有孩人群城市等级分布	30
图表 53: 2000-2024 年城镇居民教育文化娱乐服务人均消费支出	30
图表 54: 卡牌主题涵盖虚构 IP 角色、经典场景及艺术绘品等, 以各类 IP 为核心	31
图表 55: 卡牌设计的美术风格	31
图表 56: 卡游的 IP 矩阵	32
图表 57: 公司主要 IP 的详情	32
图表 58: 按授权协议到期时间划分的授权 IP 产品的收入 (百万元)	32
图表 59: 卡游主要 IP 授权与续期情况	33
图表 60: 中国泛娱乐文具行业市场规模	34

图表 61: 卡游的文具和潮玩矩阵	35
图表 62: 2022-2024 年卡游分产品营业收入 (亿元)	36
图表 63: 2022-2024 年卡游分产品销量 (亿销售单位)	36
图表 64: 2022-2024 年卡游每单位产品平均售价明细 (元/销售单位)	36
图表 65: 2022-2024 年卡游分产品毛利率 (%)	36
图表 66: 2024 年 10 月 17 日, 卡游与国际玩具和游戏巨头孩之宝达成深度合作协议, 成功获取“小马宝莉”系列的全球授权	37
图表 67: 2024 年 10 月 25 日“ULTRAMANCARDGAME”面向世界 15 个国家以及地区同时开售	37
图表 68: 三年前, 一名网友在网络上求取卡游卡牌游戏的教程	37
图表 69: 卡游和 PSA 共同探索创新性的合作模式	38
图表 70: 海外玩家海淘卡游小马宝莉卡牌	38
图表 71: 卡游的自有 IP《卡游三国》在 2024 年被评为中国年度十大数字文化 IP	38
图表 72: 卡游打造有内容的中国原创卡牌动画 IP	38
图表 73: 公司核心能力简况	39
图表 74: 2024 年中国泛娱乐产品前五大公司	39
图表 75: 2024 年中国泛娱乐玩具前五大公司	40
图表 76: 2024 年中国集换式卡牌前五大公司	40
图表 77: 高管团队及简介	40
图表 78: 2022-2024 年公司收入情况	42
图表 79: 2022-2024 年公司归母净利润情况	42
图表 80: 2022-2024 年公司经调整归母净利润情况	42
图表 81: 2022-2024 年公司分产品营收情况 (%)	42
图表 82: 2022-2024 年公司毛利率	43
图表 83: 2022-2024 年公司销售成本明细 (亿元)	43
图表 84: 2022-2024 年公司销售及分销费用情况	43
图表 85: 2022-2024 年公司销售及分销费用明细 (亿元)	43
图表 86: 2022-2024 年公司行政费用情况	44
图表 87: 2022-2024 年公司行政费用明细 (亿元)	44
图表 88: 卡淘 APP 及卡淘网页版	45
图表 89: 上海璐到粗企业管理咨询有限公司股权结构	45
图表 90: 姚记潮品自研“通顶雪道”小程序	46

图表 91: 闪魂第五人格《雕刻时光》收藏卡	46
图表 92: 杭州潮卡引力科技有限公司股权结构	46
图表 93: 卡圈小程序界面	46
图表 94: 奥飞娱乐旗下卡牌产品	47
图表 95: 奥飞娱乐《铠甲勇士竞技收藏卡-战神版》	47
图表 96: 上影元联合卡盟文创推出《卡片英雄-星球一番》第一弹	48
图表 97: 公司联合卡星时代推出《大闹天宫》集换式卡牌	48
图表 98: 2020-2024 年公司动漫 IP 衍生产品收入情况	48
图表 99: 2020-2024 年公司动漫 IP 衍生产品毛利率情况	48

1. 三段历程，卡游是怎样炼成的？

1.1. 奥特曼时期：中国卡牌行业标准与模式的领路人

2018年，卡游通过新创华获得奥特曼IP授权，先后推出包括欧布、捷德、迪迦等在内的奥特曼集换式卡牌系列产品。2019年，推出《英雄对决》TCG卡牌，将卡牌从收藏延伸至竞技领域，卡游最终实现商业化的飞跃。

复盘历史上卡游产品的发展轨迹，早期通过头部IP代理快速渗透市场，中期尝试自研卡牌与IP生态构建，后期奥特曼卡在商业化上大获成功。

自1966年首部《奥特曼》诞生以来，奥特曼系列便开启持续不断的IP更新历程。从昭和时代的初代奥特曼、赛文奥特曼等经典形象，到平成时代的迪迦奥特曼、戴拿奥特曼等全面复兴之作，再到新生代的欧布奥特曼、捷德奥特曼等创新作品，圆谷制作公司通过不断推出新的电视剧、电影和动画，使奥特曼IP在每个时代都能保持活力。即使在面临收视率波动、经济挑战或风格转型的困难时期，奥特曼系列依然凭借其独特的特摄风格、丰富的怪兽设定和不断扩展的宇宙观，成功适应时代变化，持续吸引着全球观众的关注，成为跨时代、跨文化的经典特摄IP。

2004年，上海新创华文化发展有限公司拿下《迪迦奥特曼》中国大陆地区版权总代理权，开启了奥特曼IP在中国市场快速扩张与价值提升的大门。2008年，万代南梦宫以9亿日元的高价购入圆谷制作公司33.4%的股权，并将所有“奥特曼系列”商品化专利权收入囊中，为奥特曼IP在全球范围内的玩具、游戏等衍生品市场开辟了更为广阔的发展空间。

如今，奥特曼依然坚持稳定的内容更新，这使其在影视、动漫等文化领域维持了活力和影响力。同时，作为中国视频平台的重要少儿内容，奥特曼吸引了大量少年用户群体。这种稳定、深度的IP运营，为奥特曼这一经典IP在新时代的持续发展奠定了坚实基础。

图表 1：奥特曼 IP 上新历程

名称	时间	简介
----	----	----

图表 1：奥特曼 IP 上新历程

名称	时间	简介
《奥特 Q》	1966 年	圆谷公司拍摄的“空想科学特摄电视剧系列”第 1 部，日本特摄史上第一部以怪兽作为主角的特摄连续剧
《奥特曼》	1966 年	首部奥特曼剧，正式拉开奥特曼历史序幕，成为一代人经典
《赛文奥特曼》	1967 年	特效制作和故事内容创新，最初设定为奥特警备队第七名成员。
《杰克奥特曼》	1971 年	最初叫归来的奥特曼，名字是在美国播放时加的，日本称新曼。
《艾斯奥特曼》	1972 年	强调人性与娱乐性，完善奥特兄弟概念，人间体首度出现双人合体变身。
《泰罗奥特曼》	1973 年	圆谷十周年纪念作，风格独特，有滑稽逗趣场面，丰富了奥特系列背景设定。
《雷欧奥特曼》	1974 年	颠覆传统风格，采用强烈写实风，因收视率低和经济问题致使制作停止。
《乔尼亚斯奥特曼》	1979 年	首部动画版奥特曼，设定大胆。
《爱迪奥特曼》	1980 年	昭和系列最后一部作品，主角爱迪奥特曼有“全能王”称号，TV 里无战败记录。
《奥特曼 USA》	1989 年	美国三奥，开拓海外市场的作品。
《葛雷奥特曼》	1990 年	继承昭和奥剧情模式与设计风格，同时有一定创新。
《帕瓦特奥特曼》	1993 年	日本圆谷株式会社将版权卖给美国制作的作品，体现奥特曼属于世界市场。
《哉阿斯奥特曼》	1996 年	搞笑滑稽的洁癖奥特曼，来自 Z95 星球。
《迪迦奥特曼》	1996 年	平成三部曲第一部，奥特曼诞生 30 周年纪念作，宣告系列全面复兴。
《戴拿奥特曼》	1997 年	平成三部曲第二部，承接前作世界观，设定在 2017 年的迈向宇宙开拓时代。
《盖亚奥特曼》	1998 年	平成三部曲第三部，首次出现两个奥特曼决战情节。
《纳伊斯奥特曼》	1999 年	为联动奥特曼关联商品设计的一分钟搞笑短片。
《奈克斯奥特曼》	2000 年	经历波折后登场，展现人性的光辉与丑恶。
《高斯奥特曼》	2001 年	21 世纪新英雄，主题是“刚强和温柔兼顾”，最善良的奥特曼。
《杰斯提斯奥特曼》	2002 年	-
《雷杰多奥特曼》	2003 年	-
《奈克瑟斯奥特曼》	2004 年	一部给成年人看的作品，原计划 52 集因收视率低改为 38 集。
《麦克斯奥特曼》	2005 年	回归“光的战士”原点设定，以“超光速”冠名，号称最快最强奥特曼。
《梦比优斯奥特曼》	2006 年	奥特曼系列诞生 40 周年纪念作，M78 星云光之国奥特曼回归，昭和系奥特曼客串。
《赛文奥特曼 X》	2007 年	赛文 40 周年纪念作，在日本被安放在午夜时段播放，剧情晦涩阴暗难懂。
《超银河传说》	2009 年	由美国华纳公司出资合作，众多奥特曼登场，贝利亚奥特曼及赛罗奥特曼登场。
《赛罗奥特曼剧场版：超决战！贝利亚银河帝国》	2010 年	-
《奥特曼传奇》	2012 年	赛迦奥特曼登场。
《银河奥特曼》	2013 年	开始新生代奥特曼故事，纪念公司成立 50 周年。
《新奥特 Q》	2013 年	圆谷公司在奥特 Q 播出 45 年后的新制作电视剧，相当于奥特 Q 第二季。

图表 1：奥特曼 IP 上新历程

名称	时间	简介
《银河奥特曼 S》	2014 年	银河奥特曼获得新形态，新战士维克特利登场。
《艾克斯奥特曼》	2015 年	穿铠甲的奥特曼，X 表示“巨大的谜团”及“充满未知的可能性”等。
《欧布奥特曼》	2016 年	50 周年新作，来自 O-50，合二为一的战士。
《捷德奥特曼》	2017 年	贝利亚奥特曼的儿子，赛罗奥特曼的伙伴，反抗命运的战士。
《罗布奥特曼》	2018 年	罗索奥特曼和布鲁奥特曼的统称或合体形态，讲述兄弟和家人羁绊。
《泰迦奥特曼》	2019 年	令和时代第一作，泰罗奥特曼之子，三人小队结成。

资料来源：特摄资讯微信公众号，华源证券研究所

2018 年，卡游通过新创华获得奥特曼 IP 授权，开始推出奥特曼系列产品，2019 年推出首个 TCG 卡牌系列英雄对决卡。

大力进行赛事运营，扩大知名度。公司打造全面的英雄对决活动体系，线上线下同步发力，全方位覆盖不同年龄和熟练度的消费群体。2020 年，公司开始运营英雄对决活动，在全国 100 多个城市举办了 5100 多场比赛。从本地门店活动到全国冠军赛，为新手提供教程和入门指导，同时为熟练玩家搭建展示高超技艺的全国性舞台。线上推出卡游部落微信小程序，提供丰富信息和便捷服务，增强用户黏性。

图表 2：2024 卡游杯英雄对决全国大奖赛


资料来源：环球港 inChangzhou 微信公众号，华源证券研究所

图表 3：卡游部落微信小程序


资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

奥特曼卡牌凭借社交与集换属性，成为一代文化符号和社交货币。玩家通过展示稀有卡牌获得同伴关注与认同，课间围聚讨论卡牌等级、角色技能与对战策略，形成紧密的兴趣圈层。卡游设计的“盲盒式抽卡机制”激发收集欲，重复卡牌的交换行为促进了人际互动。这种将 IP 情怀、竞技乐趣与社交需求深度融合的设计，使奥特曼卡牌成为当代部分群体中极具黏性的文化符号。

图表 4：奥特曼卡成为校园内的“社交货币”


资料来源：芒果冰 0L 微信公众号，华源证券研究所

图表 5：卡游设计的“盲盒式”抽卡机制激发收集欲


资料来源：芒果冰 0L 微信公众号，华源证券研究所

图表 6：奥特曼卡的 sku（不完全整理）

卡片类型	每包内容及稀有度设计	每包卡数	每盒包数	每盒累计卡数	俗称
经典版	SGR/LGR/WCR/GP/UR/SSR/SR 随机 1 张；R/活动卡随机 5 张	6	36	216	1 元包
豪华版	SGR/WCR/GP/SP/UR/SSR/SR 随机 1 张；R/PR 随机 5 张	6	15	90	2 元包
奇迹版	SGR/LGR/OR/GP/SSR/签名 SR 随机 1 张；闪卡 SR 卡 1 张；闪卡 R 卡 3 张	5	50	250	3 元包
传奇版	SGR/BP/AR/USR/UR/SSR/SR 随机 1 张；R 随机 5 张	6	20	120	5 元包
荣耀版	HR/SHR 随机 1 张 LGR/UR/ZR/BCR 随机 1 张；JP/SSR/SR/R 随机 4 张	6	18	108	10 元包
星辰版	背景卡 2 张；OR 卡 1 张；GR T 卡 1 张；TSR 卡 2 张；TR 卡 3 张；SR 卡 1 张；R 卡 3 张	13	10	130	20 元包
CP 包	HR1 张 CP1 张；SSR/SR 随机 6 张；R 随机 5 张	13	24	312	20 元包
炫彩版	LR1 张；SLR/LGR/UR/ZR/BCR 随机 1 张；SHR/HR 随机 1 张；SSR/SR/R 随机 4 张	6	3	18	30 元包
星云版	背景卡 2 张；OR 卡 1 张；TGR 卡 1 张；TSR 卡 2 张；TR 卡 3 张；SR 卡 2 张；R 卡 5 张	16	20	320	50 元包
黑钻版	XP/LGR2 张；LGR 卡 2 张；GP 卡 2 张；HR 卡 2 张；SR 卡 2 张；R/GP 卡 2 张；固定卡牌 30 张；十周年纪念厚卡 1 张	43	1	43	100 元包

资料来源：华源证券研究所整理

1.2. 小马宝莉时期：集大成者，渠道力、营销力和产品力的综合体现

2010 年，美国孩之宝公司推出动画《小马宝莉：友谊就是魔法》。2013 年，央视少儿频道引进《小马宝莉》，但由于文化差异等因素，《小马宝莉》在国内并未形成广泛影响力。第四代动画完结后，IP 热度进一步下降，孩之宝公司开始探索衍生品市场。因为《小马宝莉》

色彩明快的多巴胺风格可能会受到年轻女性用户的追捧,《小马宝莉》被卡游公司选中用以拓宽女性用户,并于2020年签约该IP。卡游同时期推出的产品还有《叶罗丽》。

2022年,《小马宝莉:新世代》(My Little Pony: A New Generation)大电影上线,卡游趁势推出《小马宝莉友谊永恒卡彩虹包》。

“直播拆卡”成为卡牌市场快速膨胀驱动因素之一,卡游通过“直播拆卡”迅速打开线上渠道。2023年后,抖音等“拆卡直播”内容开始风靡。据虎嗅报道,抖音直播拆卡行业流水从2020年2亿上涨到2023年上半年30亿。拆卡直播的商业模式,从目前来看实现了多方共赢,形成了相对良性的金字塔主播结构。不同于直播带货,拆卡直播在一定时间里就只能面向一个用户,有限时间可售出的产品也是有限的,拆卡主播之间的格局相对均衡。根据数据平台显示,九鸥拆卡等头部主播月销售额百万以上,还有不少中腰部主播单月销售额也能达到数十万级别,例如六小鹿·拆卡、库库拆卡、拆卡小团等。

直播拆卡的不确定玩法吸引用户冲动消费。主播根据订单内容直播拆卡,拆过的卡寄给下单的消费者。不同直播间会有不同的玩法,比如叠叠乐、数小马、推推乐、大非酋等,以数小马为例,每包“小马宝莉”卡包中有5~6张卡,卡面上有不同形态、数量的小马;拆卡后计算卡面上的小马总数,不同数量对应不同奖励。直播拆卡能够激发观众消费欲,当看到主播拆出稀有卡、某位消费者获得了额外的奖励后,更容易刺激观众冲动下单。

图表 7: 小马宝莉进一步出品吧唧(徽章)和盲盒手办



资料来源: 淘宝卡游官方旗舰店, 华源证券研究所

图表 8: 抖音拆卡直播间成为重要的直播内容形式

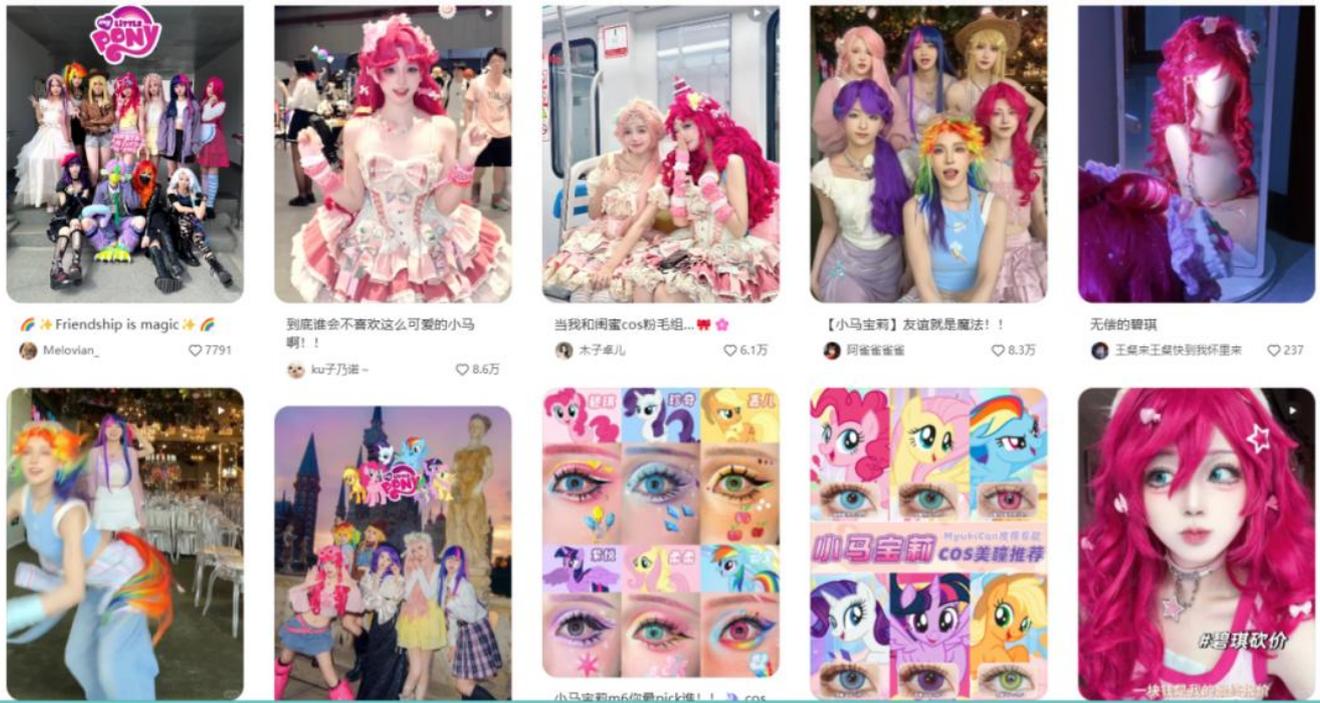


资料来源: 抖音, 华源证券研究所

卡游开始发力线上渠道后,扶持线上经销商建设直播基地,吸纳主播加入分销体系。过去一年,主流电商平台「拆卡」关键词搜索指数同比增长390.68%,头部卖卡、拆卡主播粉丝规模可突破百万,以头部主播宋黛 Cony 为例,其抖音粉丝数量超过400万。

“小马宝莉”系列产品不仅扩展了产品种类,也拓宽了卡游的用户圈层。从产品种类上,“小马宝莉”产品不仅有卡牌,还包括文具(中性笔、笔记本、文件夹等)、谷子(镭射票吧唧等)、玩具(毛绒、橡皮人等)。从用户圈层上,“小马宝莉”将卡游原来的8-12岁的男性用户群体拓展至了女性甚至成年人群体。各大网络平台上都开始能看到一些热度较高的小马宝莉cos、手书、同人作品,参与者包括年轻女性白领、大学生、中学生等8-20岁用户群体。

图表 9：社交平台上“小马宝莉”同人 IP 内容



资料来源：BB 姬微信公众号，华源证券研究所

1.3. 哪吒及其他 IP 时期：全产业链布局，对 IP 的虹吸效应

电影《哪吒 2》(全名《哪吒之魔童闹海》)，作为春节档电影，在 2025 年 1 月 29 日上映之后迅速以惊人票房刷新观众对国产动画电影及国产 IP 的认知，成为中国影史上的现象级产品。《哪吒 2》不仅票房突破 154 亿元，刷新中国国产电影在全球票房的历史记录，同时也拉动其 IP 衍生品市场呈现快速增长。

根据微信指数显示集卡社从 2025 年 1 月下旬电影上映之前就开始进行产品宣发，“集卡社”关键字的微信搜索指数在 1 月 28 日左右达到高峰。而“卡游”“斗天包”等关键词的微信搜索指数高峰则出现在春节档哪吒电影上线并爆火之后，大约在 2 月 10 日前后达到高峰。卡游凭借着自有供应链的优势，对“哪吒 2”IP 的爆火作出迅速反应。2025 年 2 月 26 日，卡游公司接受央视《经济信息联播》采访时表示，截至到目前，卡游整个产品的生产产量已经达到年前的 3-4 倍。《哪吒》卡牌现在的销售量占到公司销售量的一半左右，工厂是 24 小时运转，目前刚刚满足公司的初步需求。

图表 10：微信指数中集卡社/卡游/斗天包关键词的热度曲线（从左到右依次是集卡社、卡游、斗天包）



资料来源：微信指数，华源证券研究所

从产品设计和渠道上看，集卡社的哪吒卡更强调“观影联动”，产品矩阵包括 10 元典藏包和 2 元基础包，同时观众可以通过购票获取 AR 卡，增强观影与收藏联动。集卡社联合 1000 家影院进行《哪吒 2》系列收藏卡展销，以及在集团旗下森罗万象门店打造哪吒系列专区。相比之下，卡游出品的哪吒卡则更强调卡牌玩法，产品矩阵包括斗天包、灵焰包、炽影包，同时还设计了限量编号卡、导演签名卡、电影素材复刻卡等稀有卡，并通过其接近 50 万个线下终端网点和线上直播间进行销售。卡游旗下的导演亲签卡一度在二手交易平台上炒到近 95000 元/张。

据我们的推算，截至 2025 年 5 月 30 日，卡游承接了哪吒卡的产能在 10-20 亿元之间，远超于集卡社。一方面，卡游的自有供应链能够对爆火的 IP 进行快速响应，另一方面，卡游作为卡牌的行业龙头，对热门的 IP 具有一定的虹吸能力。

图表 11：集卡社影院展销柜



资料来源：玩世代微信公众号，华源证券研究所

图表 12：集卡社 AR 观影卡



资料来源：玩世代微信公众号，华源证券研究所

图表 13: 卡游限编卡



资料来源: IPC 情报局微信公众号, 华源证券研究所

图表 14: 卡游导演亲签卡



资料来源: 九派新闻微信公众号, 华源证券研究所

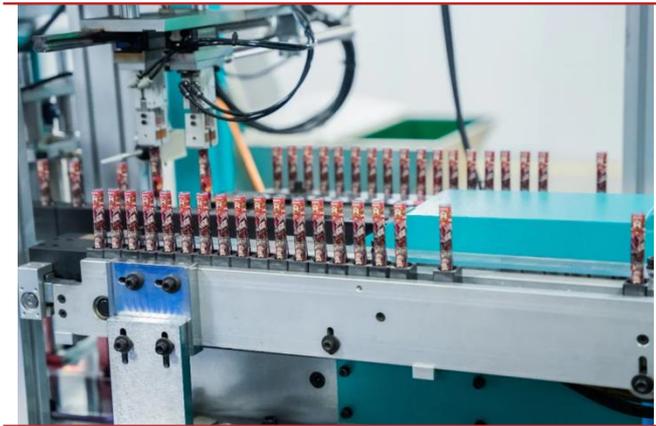
1.4. 卡游的壁垒是先发优势下，对渠道力、产品力和 IP 运营力的全面掌握

历史视角拉长来看，2011 年卡游成立，十年间即成长为一家集动漫品牌管理、衍生品开发、设计、生产、整合营销于一体的线上线动漫全产业链集团公司。

1.4.1. 品质把控下的生产力规模效应体现

早期在印刷制造领域打下坚实的根基。李奇斌建立印刷厂初始耗费巨资购买高端印刷设备。由于卡牌具备收藏价值，相关卡牌需要较高的印刷工艺，如三维技术、UV 等工艺。2009 年开始，李奇斌将各地的生产中心整合并搬迁至浙江开化，形成总部生产基地，并在 18 个乡镇设有 30 余个来料加工点。技术方面，从欧洲引进了最先进的德国曼罗兰(MAN)R707 系列印刷系统、爱克发(AGFA)CTP 系统、瑞士博斯特(BOBSTCH)印后加工等设备，在此基础上运用了体感技术、AR 增强现实技术、人脸识别技术、隐藏技术等。印刷业务形成以卡牌为主、个性化印刷品为辅的产品模式。

图表 15: 卡游产品的生产基地



资料来源: 华夏时报微信公众号, 华源证券研究所

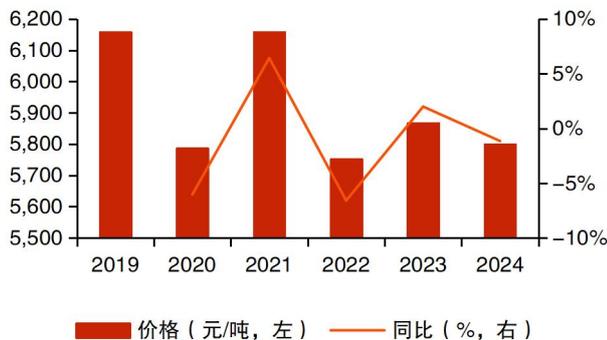
图表 16: 卡游产品的生产基地



资料来源: 华夏时报微信公众号, 华源证券研究所

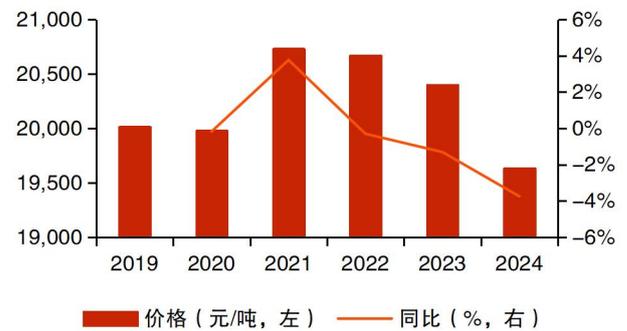
集换式卡牌的主要原材料为铜版纸及印刷油墨。中国造纸协会数据显示, 2019 年至 2024 年期间, 铜版纸的平均价格在每吨 5,752.1 元至 6,157.9 元之间波动, 复合年增长率为-1.2%; 印刷油墨的平均价格在每吨 19,633.3 元至 20,730.0 元之间波动, 复合年增长率为-0.4%。原材料价格的相对稳定, 为卡游在成本控制和市场扩展方面提供了有力支持, 推动业务的持续增长。

图表 17: 2019-2024 年中国铜版纸价格



资料来源: 卡游上市申请书, 华源证券研究所

图表 18: 2019-2024 年中国印刷油墨价格



资料来源: 卡游上市申请书, 华源证券研究所

采用前沿生产技术与材料, 形成高水平产品工艺及质量。据卡游上市申请书, 卡游在集换式卡牌印刷领域展现独特优势。其运用多样印刷材料, 包括铜版纸、镭射纸、艺术纸及光栅片, 优化卡牌外观, 彰显艺术设计。同时, 选用优质油墨与可逆热致变色颜料, 实现部分卡牌的变色效果, 增添趣味性。此外, 公司将皮革、金属、纺织品及刺绣等元素融入卡牌制作, 从细节与工艺入手, 确保卡牌外观精致、触感优良, 并提升抗弯折性与抗磨损性, 全方位增强消费者体验, 产品市场竞争力显著。

图表 19：卡游的卡牌生产相关工艺

技术	效果
光栅印刷技术	生成 3D 图像或动态效果
丝印热烫金技术	产生金属光泽效果以及凹凸质感
铂金光刻	产生浮雕效果，增强消费者的触觉和视觉体验
全息幻彩技术	产生动态图案和景深视觉效果
逻辑光纹技术	通过压印或光油在卡牌表面呈现超过 300 种精美纹理

资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 20：卡游卡牌工艺效果图



资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

公司凭借规模化的生产能力高效匹配市场需求，实现规模经济效应。截至 2024 年底，公司已在浙江开化（2020 年投产，建筑面积 87,789.30 平方米，25 条生产线）、义乌（2023 年 3 月投产，15,060 平方米，2 条生产线）及广东东莞（2023 年 4 月投产，9,800 平方米，5 条生产线）布局三大生产基地，形成集卡牌、文具及包装业务于一体的区域化产能集群，支撑业务多元化扩张与成本优势巩固。

图表 21：公司生产基地情况（截至 2024 年 12 月 31 日）

生产基地	主要功能	投产时间	建筑面积(平方米)	生产线数量
开化生产基地	集换式卡牌生产	2020 年 8 月	87,789.30	25
义乌生产基地	文具生产	2023 年 3 月	15,060.00	2
东莞生产基地	包装	2023 年 4 月	9,800.00	5

资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

注：集换式卡牌及文具生产线在不同生产类别之间不能互换，而包装生产线既可生产集换式卡牌，也可生产文具

图表 22：卡游主要自有生产线详情（千生产单位）

生产基地	2022			2023			2024		
	产能	实际产量	利用率	产能	实际产量	利用率	产能	实际产量	利用率
集换式卡牌 (开化生产基地)	2,939.4	2,314.4	78.7%	2,819.7	1,396.5	49.5%	3,002.8	4,663.0	155.3%
文具 (义乌生产基地)				38.5	24.7	64.2%	117.9	95.7	81.2%

资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

公司正积极拓展生产布局，推动主要产品品类产能升级，以强化市场竞争力与规模优势。截至当前，公司于浙江义乌储备一处待投产基地，规划年产能 300 千生产单位，预计 2025 年二季度投产，另有一处义乌文具基地及开化玩具基地在建，分别预计 2025 年 12 月与 2026 年 12 月竣工，投产后合计新增年产能 10,000 千生产单位。同时，公司着力升级现有产能，通过技术革新与智能化转型，预计可提升供应稳定性并优化成本结构，进一步释放规模经济红利。义乌与开化两地合计估算投资规模达 3.42 亿元人民币，项目达产后有望实现年产能规模翻倍增长，支撑公司中长期战略布局。

图表 23：公司在建的主要生产扩张计划

生产基地地点	主要产品	关键时间线	概约建筑面积 (平方米)	年产能(千 生产单位)	估计投资额 (百万元)
义乌	玩具(如立牌)及文具	生产基地已于 2024 年 3 月竣工， 预计将于 2025 年第二季度安装 生产设备后投产	57,000.0	300	470
义乌	文具	生产基地预计将于 2025 年 12 月前竣工，并预计将于该月投产	147,416.0	3000	1920
开化	玩具(如集换式卡牌及立牌)	生产基地于 2024 年 7 月开始动 工，并预计将于 2026 年 12 月前 竣工	204,876.5	7000	1030

资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

1.4.2. 更加强化的渠道网络：经销网络+自营品牌旗舰升级

公司已构建起覆盖广泛的经销商网络。截至 2024 年末，卡游共拥有 217 个经销商，业务遍及中国 31 个省份并拓展至部分海外市场。这些经销商多为区域类型，专注于玩具与文具领域，凭借成熟的本地网络，将产品推送至终端销售点，包括超市、便利店等，有效触达终端消费者。在往绩记录期间，经销商渠道为公司贡献了大部分营收，2022 至 2024 年，经销商渠道收入依次为 38.269 亿元、21.521 亿元、80.687 亿元，占总收入比例分别为 92.7%、80.8%、80.2%，呈逐步下降趋势，这主要归因于公司积极拓展其他线上及线下销售渠道，以实现多元化销售布局。

图表 24：卡游按地区划分的经销商数量

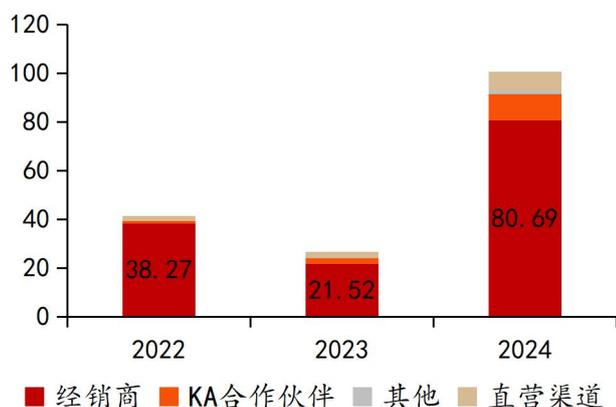
地区/渠道	2022 年	2023 年	2024 年
华东	97	85	76
华南	31	12	11
华中	43	26	25
华北	21	17	17
中国西南部	15	16	19
中国东北部	8	8	7
中国西北部	16	14	15
全国	28	28	18
经销商线上销售	31	25	23
其他地区	-	-	6
总计	290	231	217

资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

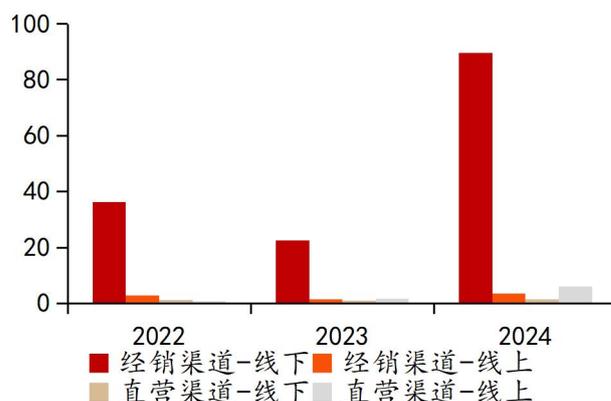
图表 25：卡游按地区划分的经销商收入情况

地区/渠道	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入 (百万元)	占比 (%)	收入 (百万元)	占比 (%)	收入 (百万元)	占比 (%)
华东	1,292.50	33.8%	713.2	33.1%	2,654.40	33.0%
华南	602.4	15.7%	379.5	17.6%	1,414.50	17.6%
华中	490.1	12.8%	262.7	12.2%	1,034.40	12.8%
华北	356.3	9.3%	202.6	9.4%	809.8	10.0%
中国西南部	361.3	9.4%	190	8.8%	685.5	8.5%
中国东北部	191.2	5.0%	132.5	6.2%	437.9	5.4%
中国西北部	112.1	2.9%	70.6	3.3%	308.4	3.8%
全国	174.4	4.6%	79.2	3.7%	413.1	5.1%
经销商线上销售	246.6	6.4%	121.8	5.7%	308.9	3.8%
其他地区	-	-	-	-	1.8	0.0%
总计	3,826.9	100%	2,152.1	100%	8,068.7	100%

资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 26：2022-2024 年卡游分渠道收入明细 (亿元)


资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 27：2022-2024 年卡游按线上/线下销售划分的经销/直营渠道收入明细 (亿元)


资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 28：2022-2024 年公司经销商数量

经销商数量	2022 年	2023 年	2024 年
期初经销商数量	326	290	231
期内新经销商数量	83	12	27
期内已终止经销商数量	119	71	41
期内经销商数量净增加/(减少)	-36	-59	-14
期末经销商数量	290	231	217

资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

卡游拥有覆盖全国的销售网络。除经销商外，截至 2024 年 12 月，卡游还有 39 名零售 KA 合作伙伴及 351 个卡游中心（加盟商运营的小型零售门店），直营渠道则有覆盖全国 19 个省的 32 家线下卡游旗舰店以及 13 家线上自营店，同时还设有 699 台线下自动贩卖机。

1) **KA 合作伙伴**：卡游与国内众多优质零售 KA 合作伙伴建立了紧密的战略联盟，对知名超市、各类零售门店以及电商平台进行广泛布局。2022-2024 年，公司的零售 KA 合作伙

伴数量分别达到 22 家、35 家和 39 家。2022-2024 年，公司来自 KA 合作伙伴的收入分别为 8,680 万元、23,670 万元和 107,190 万元，分别占总收入的 2.1%、8.9%和 10.7%。

2) 卡游中心：公司从 2023 年开始运营卡游中心，以拓宽销售渠道版图。通过引入加盟商模式，公司授权具备零售经验、门店管理能力、资金实力以及对卡游产品有深入了解的合作伙伴来运营卡游中心。卡游中心通常为布局在中国各地的小型零售门店，并且是标准化的连锁运营模式。截至 2023 年及 2024 年，卡游中心的数量分别达 36 家和 351 家。2023-2024 年，卡游中心分别贡献了 790 万元和 1.50 亿元的收入，在总收入中占比从 0.4%显著提升至 1.5%。

3) 线下旗舰店：线下卡游旗舰店致力于打造融合购物与社交体验的一站式娱乐目的地。通常设有销售区、TCG 活动区和社交空间等功能区域。公司的线下旗舰店数量从 2022 年的 30 家增长至 2023 年的 33 家，2024 年保持在 32 家。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已在中国 19 个省份开设线下卡游旗舰店。这些卡游旗舰店主要分布在高线城市，作为在周边地区与消费者互动交流以及提升品牌知名度的核心节点，发挥着至关重要的作用，持续巩固品牌的市场地位和影响力。

4) 自动贩卖机：公司的自动贩卖机为消费者提供便捷的购物体验。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已在全国已布局 699 台自动贩卖机，大多位于卡游旗舰店、KA 合作伙伴线下门店以及卡游中心附近，并且注重在游乐园等高人流量场所进行部署。自动贩卖机主要销售集换式卡牌，每台机器最多可存储 600 包卡牌。

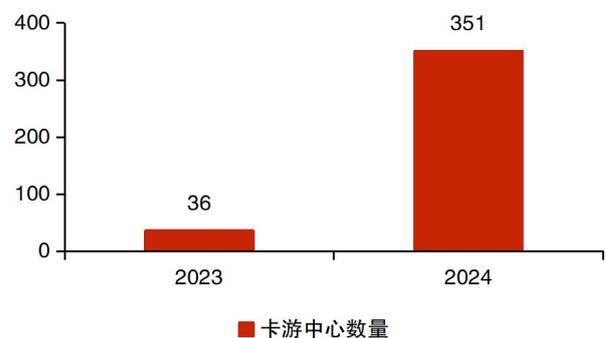
5) 线上旗舰店：公司已在中国多个主流电商平台（如天猫、京东、拼多多）开设了线上自营店，并积极拓展微信小程序、抖音、哔哩哔哩等新兴线上渠道。公司的线上自营店不仅销售产品，还提供详细的产品说明、图片和宣传视频，是品牌展示的重要窗口。2022-2024 年，公司拥有的线上自营店数量从 7 家增长至 13 家。不同的线上渠道具有专属的销售策略，如在抖音和天猫开设官方直播销售渠道，以及在哔哩哔哩上提高动漫主题产品的曝光度。

图表 29：公司线上及线下 KA 合作伙伴的数量明细



资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 30：公司卡游中心的数量明细



资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 31：卡游线下旗舰店的数量明细

	2022 年	2023 年	2024 年
期初线下旗舰店数量	12	30	33
期内新开线下旗舰店数量	21	12	2
期内关闭的线下旗舰店数量	3	9	3
期内线下旗舰店数量净增加	18	3	-1
期末线下旗舰店数量	30	33	32

资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 32：卡游上海城市旗舰店



资料来源：卡游微信公众号，华源证券研究所

图表 33：卡游经销商店



资料来源：华源证券研究所

图表 34：卡游线下自动贩卖机



资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 35：卡游在京东、淘宝和抖音的线上旗舰店



资料来源：京东 APP、淘宝 APP、抖音 APP，华源证券研究所

2. 卡牌仍是中国大玩具市场最具发展潜力的方向

正如我们在《卡牌行业系列报告（一）：历史的回溯与映射：IP、文化与社交》一文中对整个卡牌行业的描述，**实体卡牌的上中下游产业链涵盖了从IP授权、卡牌制造、渠道发行、二级市场到用户体验的完整生态体系**。整个产业链可以大致分为以下几个环节：

1) 上游：IP授权与卡牌制造。在产业链的上游，IP方是卡牌内容的核心提供者，通常包括体育联盟、影视公司、内容平台及球星或明星等持有方。这些IP方通过授权形式，将其持有的品牌或人物形象授权给卡牌制造商。卡牌制造商根据这些授权内容，生产出各种主题的集换式卡牌产品，并配套开发卡牌保护套、收藏盒、游戏垫、展示册等周边产品。这些周边产品不仅保护卡牌，还满足了收藏者和玩家的展示需求，进一步增强了卡牌的收藏价值和使用体验。

2) 中游：渠道发行与市场推广。产业链的中游主要涉及卡牌的发行和市场推广。发行渠道包括自营渠道、代理渠道以及电商平台（如京东、名创优品等）。这些渠道负责将卡牌产品分发到消费者手中，同时也进行市场推广，以扩大产品的知名度和覆盖范围。此外，信息提供平台（如抖音、快手、Bilibili等）在此阶段也扮演了重要角色，这些平台通过推送卡牌产品的资讯、价格变动信息，以及提供卡牌对战教学、策略分享等内容，帮助用户深入了解产品并增加其参与感。赛事活动也是中游的重要环节，官方或第三方举办的卡牌赛事（如宝可梦超级联赛、城市锦标赛等）不仅为玩家提供了竞技平台，还通过赛事推广吸引更多的用户参与到集换式卡牌的消费和收藏中。

3) 下游：用户与二级市场。在产业链的下游，用户是核心驱动力，他们通过购买和使用卡牌产品参与到整个生态系统中。用户的消费行为不仅包括购买卡牌和相关衍生品，还包括参与卡牌的交易和收藏活动。二级市场则为这些用户提供了一个卡牌交易的环境，这里包含各种评级机构、交易平台和产业链体系（如藏卡天地、集换社、PSA等），这些机构提供卡牌的鉴定、评级、交易和收藏服务，确保了卡牌在二级市场中的流通性和价值稳定性。同时，用户的需求和反馈也推动了产业链的不断优化和迭代，形成了一个以用户为中心、相互作用的良性循环。

图表 36：卡牌市场产业链拆解



资料来源：华源证券研究所整理

2.1. 美国卡牌市场的金融化，日本卡牌市场的文化基础，均为中国市场提供思路

1) 美国卡牌市场溯源：卡牌的金融化和投资化

通过复盘美国卡牌市场的发展历程，我们发现，美国的卡牌市场以体育文化为核心，尤其是棒球、篮球、橄榄球等主流体育项目的球星卡构成了市场的主体。美国的球星卡的源头最早可以追溯到 19 世纪末，最初由烟草公司通过赠卡的形式推广。**美国卡牌市场的主要特征是金融化和投资化**。从烟草卡到球星卡，美国卡牌文化经过 100 多年的演变，逐渐形成包括卡牌的制作、评级、收藏、交易等环节的产业链，卡牌不再仅仅是娱乐和收藏的工具，而是被视为一种具备投资潜力的资产。

图表 37：美国卡牌市场历史复盘



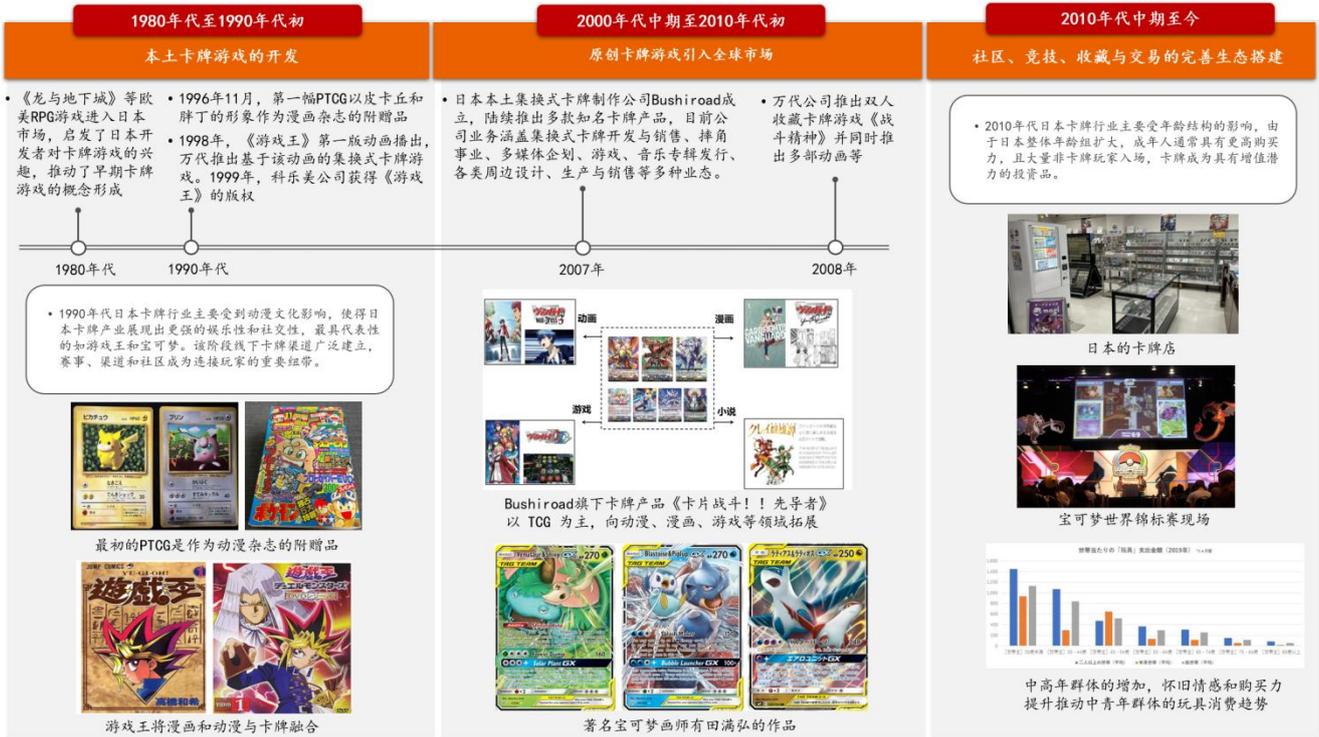
资料来源：Medium, specialonecards, card capsule, PSA 公司官网, cardboard connection, ebay 等，华源证券研究所

2) 日本卡牌市场溯源：动漫文化的承载与传播

与美国不同，日本的卡牌产业以集换式卡牌（TCG）为核心，尤其是在动漫文化的影响下，日本卡牌产业展现出更强的娱乐性和社交性。最具代表性的卡牌产品如《游戏王卡》、《宝可梦卡》等，卡牌背后的动漫和游戏文化承载了一代又一代人的回忆。

日本卡牌行业主要经历 1990 年代和 2010 年代两大热潮。前者主要受到动漫文化影响，使得日本卡牌产业展现出更强的娱乐性和社交性，最具代表性的如游戏王和宝可梦。该阶段线下卡牌渠道广泛建立，赛事、渠道和社区成为连接玩家的重要纽带。后者主要受年龄结构的影响，由于日本整体年龄组扩大，成年人通常具有更高购买力，且大量非卡牌玩家入场，卡牌成为具有增值潜力的投资品。

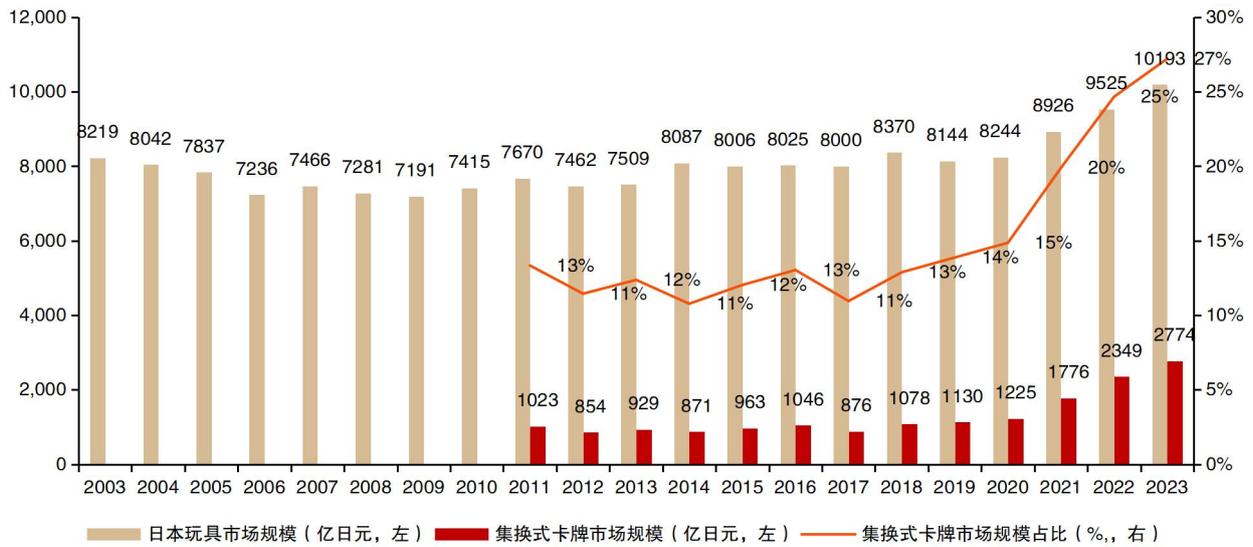
图表 38：日本卡牌市场历史复盘



资料来源: mercari, 代购帮, 游戏王官网, 界面新闻(三文娱), 东映动画, Bushiroad 官网, bilibili, torecamap, nintendolife, Ittl, 日本总务省等, 华源证券研究所

市场端来看，集换式卡牌晋升日本玩具最大品类，近年增长趋势强劲。日本玩具协会数据显示，2010-2020年期间，集换式卡牌市场在日本玩具市场中的占比相对稳定，保持在10%至14%之间。2017年开始，集换式卡牌市场的规模占比逐渐上升，2020年后增长速度加快。规模上看，2023年日本集换式卡牌市场规模达到2774.29亿日元（约人民币132亿元），2017-2023年的复合增长率为21.18%。份额上看，2023年集换式卡牌市场占据了日本玩具市场总规模的27.22%，晋升日本玩具最大品类。

图表 39：2003 -2023 年日本玩具行业和集换式卡牌行业市场规模



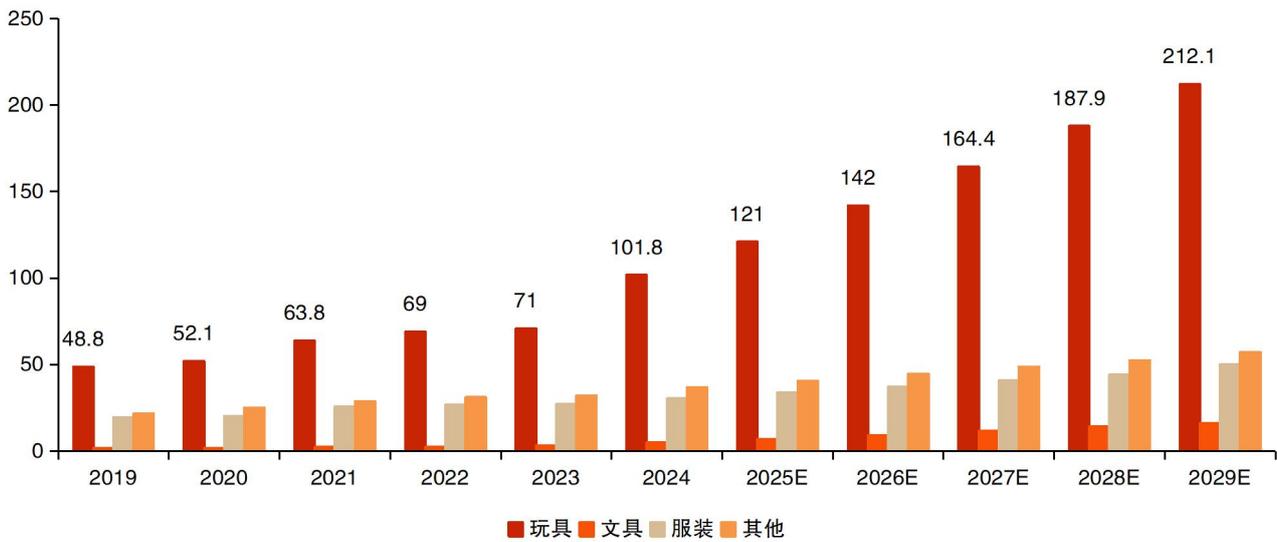
资料来源：日本玩具协会，华源证券研究所

2.2. 中国卡牌市场基于文化的发掘仍在加速

泛娱乐理念围绕 IP 展开，本质在于开发以不断变化的 IP 内容为主题的多元文化娱乐产品。泛娱乐产品是基于 IP 开发的实体产品，如玩具、文具、服装及其他消费品等。根据中国工业和信息化部于 2017 年发布的《中国泛娱乐产业白皮书》，泛娱乐产品的主题可以是一个故事、一个角色，或任何其他 IP 内容。以 IP 内容为主题的泛娱乐产品易于与 IP 受众建立联系并获得市场欢迎度。据灼识咨询，中国泛娱乐产品行业的市场规模由 2019 年的 919 亿元增加至 2024 年的 1741 亿元，复合年增长率为 13.6%，预计到 2029 年将达到 3358 亿元。

泛娱乐玩具是中国泛娱乐产品行业中最大的细分品类，2024 年占整体市场规模的 58.5%。泛娱乐文具是中国泛娱乐产品行业中增长最快的细分品类，2019 年至 2024 年的市场规模按复合年增长率 23.6% 增长，并预计 2024 年至 2029 年复合年增长率为 26.3%。

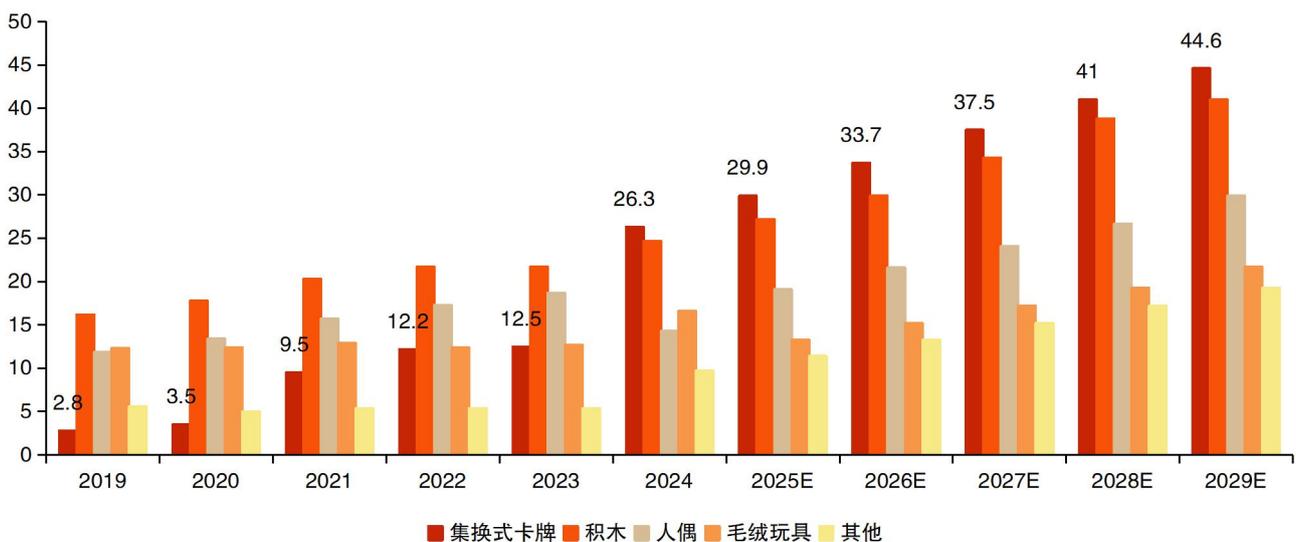
图表 40：中国泛娱乐产品行业市场规模情况（十亿元）



资料来源：公司上市申请书，华源证券研究所

泛娱乐玩具主要包括集换式卡牌、积木、人偶、毛绒玩具等。近年来，在消费者对广受欢迎的 IP 玩具产品的强劲需求所推动下，中国泛娱乐玩具行业增长迅猛。按商品交易总额计，中国泛娱乐玩具行业的市场规模按 15.8% 的复合年增长率由 2019 年的人民币 488 亿元增长至 2024 年的人民币 1,018 亿元，预计将于 2029 年达到人民币 2,121 亿元，2024 年至 2029 年的复合年增长率为 15.8%。于 2024 年，泛娱乐玩具占中国泛娱乐产品行业整体市场规模的 58.5%，预计该比重至 2029 年将进一步提高至 63.2%。**集换式卡牌为中国泛娱乐玩具行业增长最快的行业**，2019 年至 2024 年市场规模按复合年增长率 56.6% 增长。于 2024 年，集换式卡牌占中国泛娱乐玩具行业整体市场规模的 25.8%。

图表 41：中国泛娱乐玩具行业市场规模情况（十亿元）

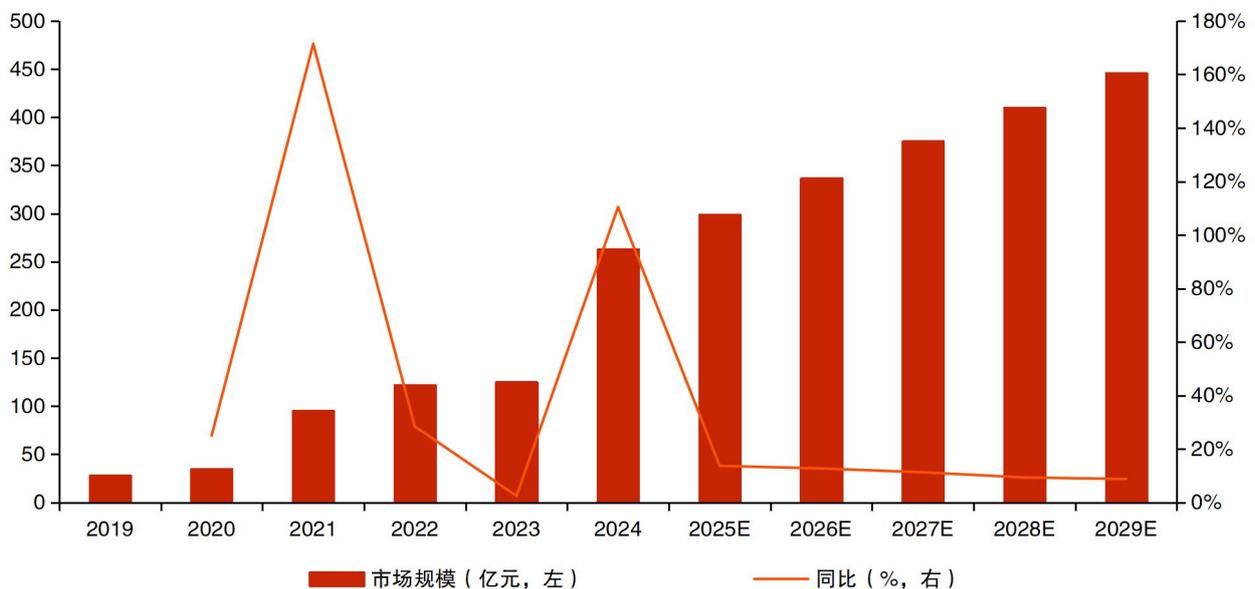


资料来源：公司上市申请书，华源证券研究所

中国卡牌行业市场规模持续增长，2029 年接近 450 亿元。根据灼识咨询，中国集换式卡牌行业的市场规模从 2019 年的 28 亿元人民币大幅增长至 2024 年的 263 亿元人民币，复合年增长率为 56.6%。预计到 2029 年，市场规模将达到 446 亿元人民币，2024 年至 2029 年的复合年增长率为 11.1%。

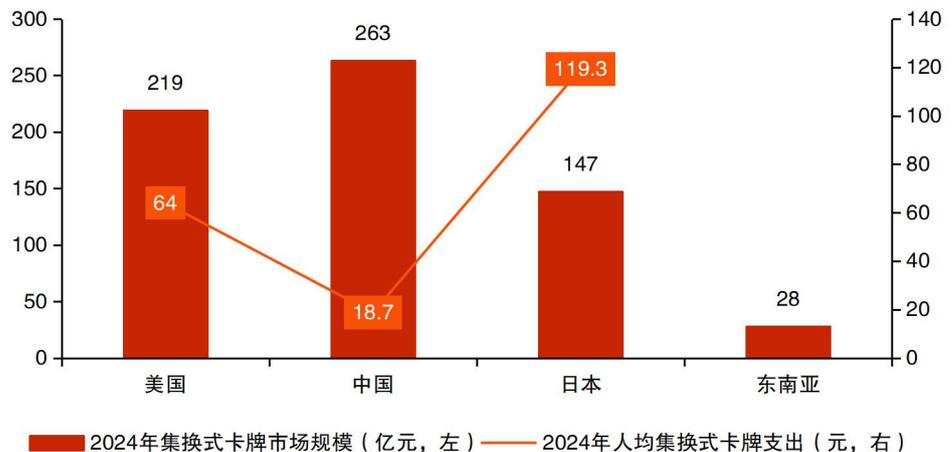
参考海外成熟的卡牌市场，中国卡牌人均支出具有较大的增长潜力。2024 年，美国、中国和日本的集换式卡牌行业市场规模分别为 219 亿元、263 亿元和 147 亿元。日本作为动漫和游戏产业的发源地之一，拥有丰富的 IP 资源，为集换式卡牌开发提供了坚实基础。2024 年，日本和美国的人均集换式卡牌支出分别为 119.3 元和 64.0 元，分别是中国消费者人均支出 18.7 元的约 6 倍和 3 倍。此外，2024 年东南亚的集换式卡牌行业市场规模达到 28 亿元，预计未来五年将实现快速增长。

图表 42：中国集换式卡牌行业市场规模



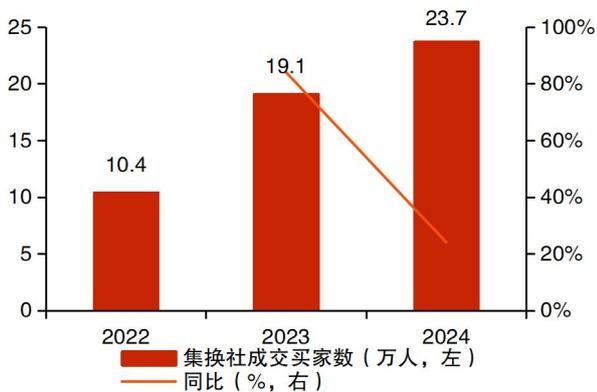
资料来源：公司上市申请书，华源证券研究所

图表 43：各国家集换式卡牌市场规模与人均支出对比

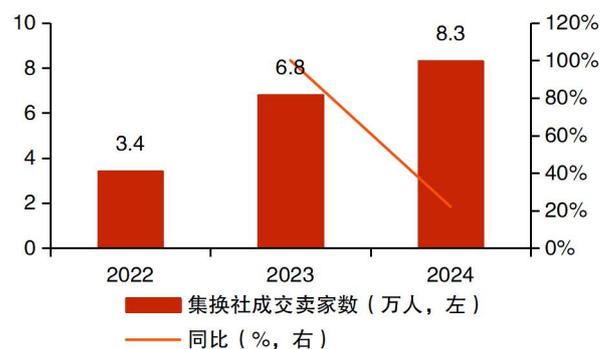


资料来源：公司上市申请书，华源证券研究所

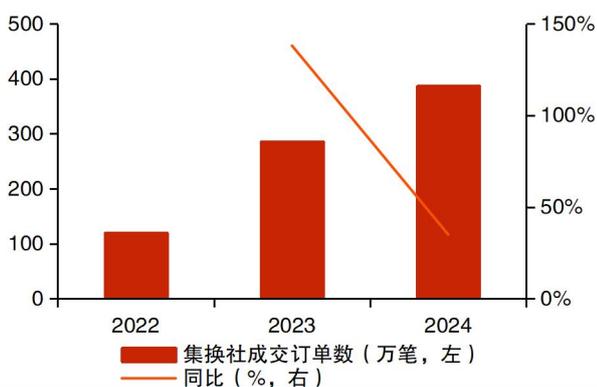
国内集换式卡牌市场交投活跃。集换社作为国内最大的集换式卡牌二手交易平台，其数据在一定程度上反映了国内卡牌市场的发展情况与消费者行为。根据集换社 APP 数据，2024 年度成交卖家 8.3 万人，同比增长 22%，年度成交买家数 23.7 万人，同比增长 24%。2024 年集换社有成交的买家数量增长速度超出卖家，对卡牌的需求高于供给，也从侧面证明 2024 年中国 TCG 市场仍在增长。2024 年，集换社全年成交订单数为 387 万笔，较 2023 年增长 35%。除了宝可梦、游戏王等老品类均有稳健增长，WS、UA、SVE 等中小品也有不少贡献。中国 TCG 经历了 2022-2023 年简体中文版商品发售带来的高歌猛进之后，2024 年中国的 TCG 市场发展得更加稳健。

图表 44：2022-2024 年集换社成交买家数


资料来源：集换社微信公众号，华源证券研究所

图表 45：2022-2024 年集换社成交卖家数


资料来源：集换社微信公众号，华源证券研究所

图表 46：2022-2024 年集换社成交订单数


资料来源：集换社微信公众号，华源证券研究所

图表 47：2024 年集换社成交张数分布 (%)


资料来源：集换社微信公众号，华源证券研究所

2.3. 内生增长逻辑：人口的代际特征与情绪消费的理解

新生家庭的成立步伐加快，而家庭趋于小型化，推动了消费重心的迁移。全国人口普查数据显示，家庭户户数从 1990 年的 2.8 亿户增长到 2020 年的 4.9 亿户，平均家庭户规模从 1953 年的 4.33 人/户减少到 2020 年的 2.62 人/户。一方面家庭户数快速增长，意味着更多独立消费单元的形成。而家庭户规模缩减，反映在独生子女政策的长期影响下家庭资

源加速向单个子女集中。家庭结构的变化使得儿童消费占家庭总支出的比重显著提升，中国儿童产业中心数据显示，80%家庭中儿童支出占家庭总支出30%~50%，家庭儿童每年平均消费约为1.7万~2.55万元，儿童消费市场每年约为3.9万亿~5.9万亿元。

卡牌作为兼具娱乐与教育属性的产品。2018年后手游兴起，卡牌作为兼具娱乐与教育属性的产品，在家长的观念中成为替代电子游戏的优质载体。卡游推出的《卡游三国》系列卡牌，通过融合历史文化元素，以“寓教于乐”的模式吸引家长为孩子购买。人口结构的角度来看，我们测算出了2000-2023年在校学生人数，受2016年二孩政策的影响，小学、初中在校生数仍在增长，远期仍或有较强的消费基础。

图表 48：1990-2020 年人口普查中家庭户户数（万户）



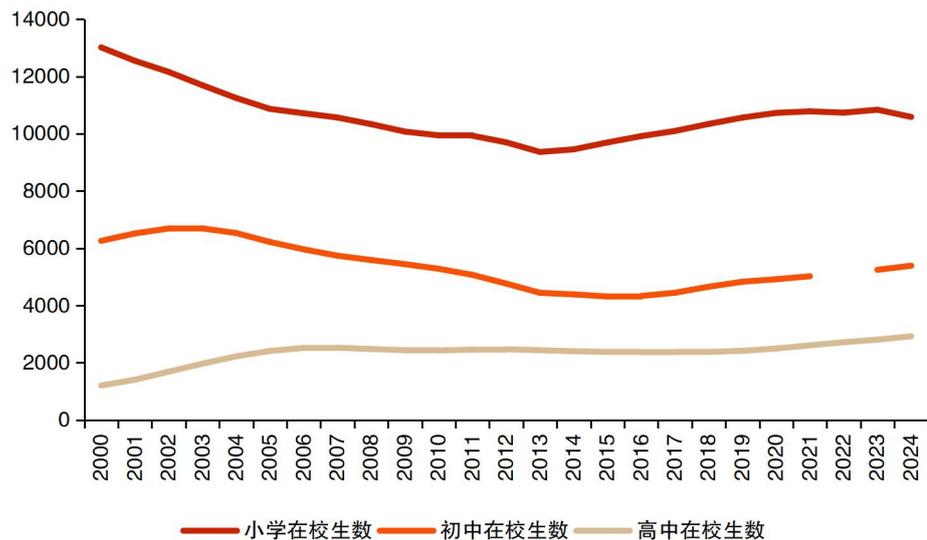
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 49：1953-2020 年人口普查中平均家庭户规模情况



资料来源：澎湃研究所，华源证券研究所

图表 50：2000-2024 年在校学生人数（万人）

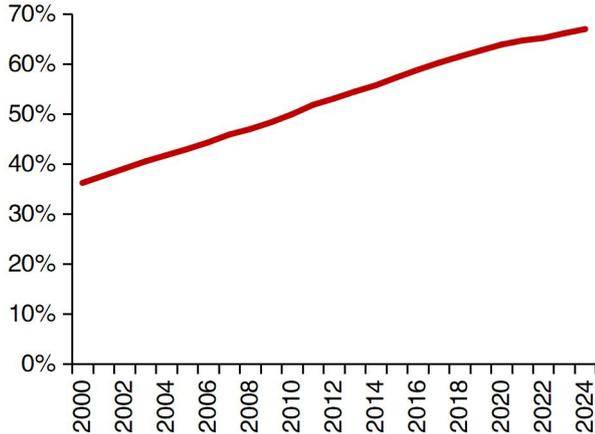


资料来源：iFind，华源证券研究所

未来仍需关注代际消费的迭代。城镇化率不断提高，iFind 数据显示，全国城镇化率从2000年的36%增加到2024年的67%，城市中的年轻人更容易接触到卡牌这种新兴的文化娱乐产品，城市的渠道便利、商业环境和社交场合都为卡牌的推广和消费提供了条件。

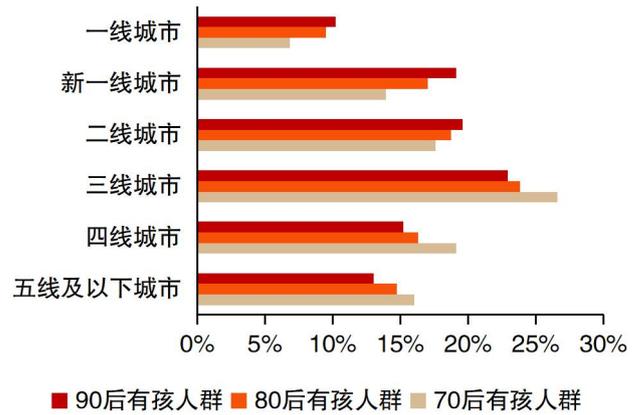
从代际变化的角度来看，90后有孩人群在一二线城市的占比相对更高，QuestMobile 数据显示，10.2%、19.1%的90后有孩人群分布在一线城市和新一线城市，高于80后有孩人群和70后有孩人群。消费意愿来看，在90后一代的家长中，其伴随动漫文化成长，如宝可梦、游戏王等。从早期的邮票、泡泡糖贴纸到现在的卡牌，90后一代的家长更易接受孩子接触卡牌产品。消费能力来看，据国家统计局，2024年城镇居民教育文化娱乐服务人均消费支出为3928元，同比增长9%，现阶段家庭对于教育文化娱乐服务的支出仍有基础。

图表 51：2000-2024 年全国城镇化率 (%)



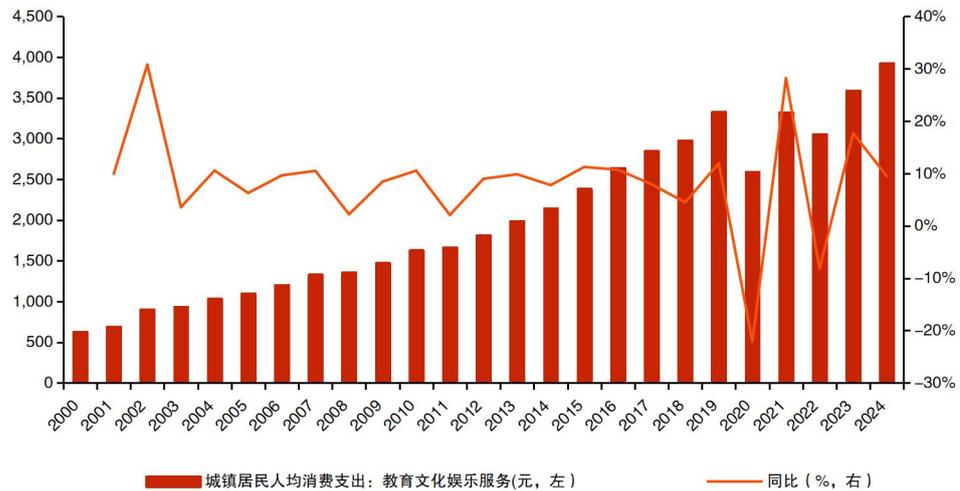
资料来源：iFind, 华源证券研究所

图表 52：2022 年 4 月各代际有孩人群城市等级分布



资料来源：QuestMobile, 华源证券研究所

图表 53：2000-2024 年城镇居民教育文化娱乐服务人均消费支出



资料来源：iFind, 华源证券研究所

3. 分歧中，我们认为卡游未来几个核心关注点

3.1. 关注点一：基于 IP 矩阵的下一个爆款产品是什么？

卡牌主题涵盖虚构 IP 角色、经典场景及艺术绘画等，以各类 IP 为核心。卡游凭借对 IP 的深刻理解，策划出能与消费者产生共鸣的主题，并通过创新不断提升卡牌的收藏和情感价值。例如，卡游为热门 IP 角色开发系列卡牌，复刻了 50 多个奥特英雄的经典造型并加入签名等纪念元素；设计的卡牌捕捉了电影、电视剧、漫画及动画中的经典场景，如将哈利·波特电影剧照呈现在卡牌上并印上电影台词；还与知名艺术家和机构合作，将集换式卡牌的乐趣与经典艺术绘画的文化价值结合，为消费者带来独特的收藏体验。

美术风格方面，卡游在卡牌设计再创作中运用勾线、水彩、彩绘玻璃、漫画风格、Q 版风格等多种美术风格。公司亦积极探索水墨画等独特的中国美术风格，弘扬中国传统文化。公司精心设计集换式卡牌背景的配色和装饰元素，以呼应主题。

图表 54：卡牌主题涵盖虚构 IP 角色、经典场景及艺术绘画等，以各类 IP 为核心



资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

图表 55：卡牌设计的美术风格

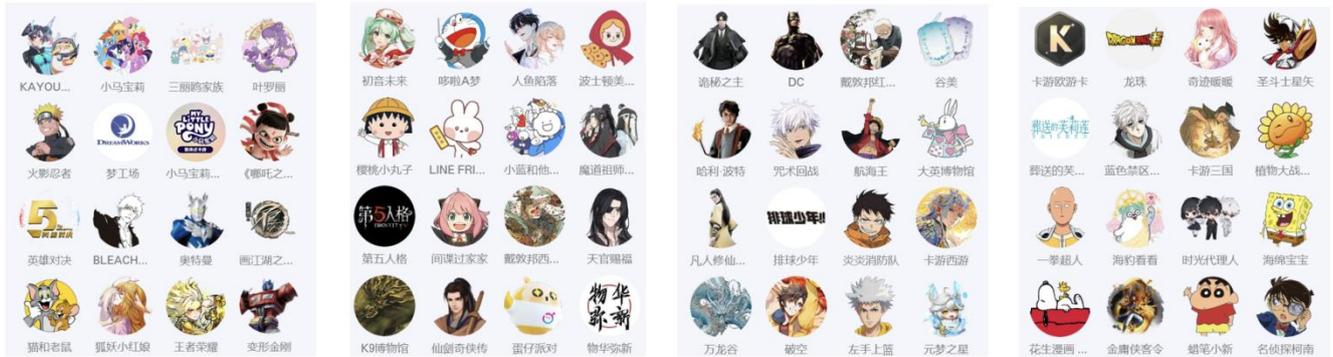


资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

公司通过构建多元化 IP 矩阵强化消费者连接，截至 2024 年末已整合 70 个 IP，涵盖奥特曼、小马宝莉、斗罗大陆等知名 IP，并积极打造自有 IP，2023 年 4 月推出卡游三国原创

产品。IP 主题产品收入表现强劲，2022-2024 年来自五大 IP 主题产品的收入分别贡献 40.64 亿元、23.94 亿元、86.53 亿元，占总收入比例为 98.4%、89.9%、86.1%。公司战略拓展 IP 授权至海外市场，目前 21 个授权 IP 覆盖欧洲、美洲等地区，为全球化布局筑牢基础。

图表 56：卡游的 IP 矩阵



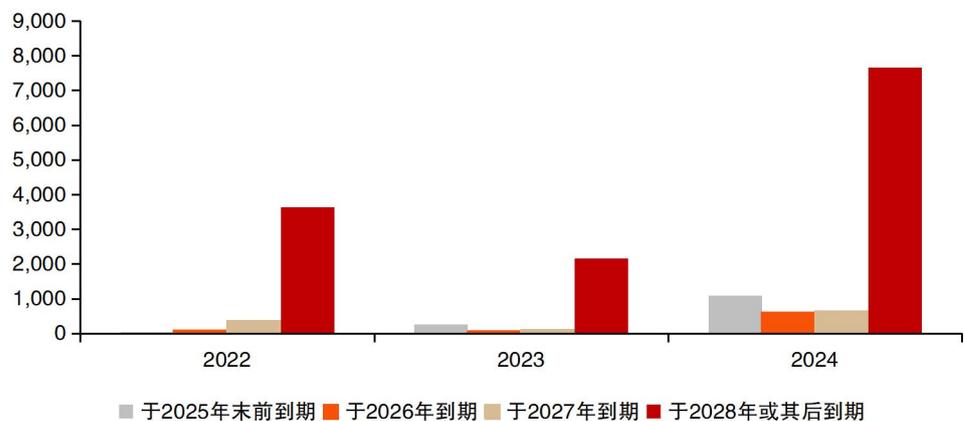
资料来源：卡游线上抽卡机小程序，华源证券研究所

图表 57：公司主要 IP 的详情

IP 名称	开始合作时间	主要产品	IP 来源	授权到期时间	IP 合作伙伴所属国家	IP 合作伙伴的营运地区
奥特曼	2018 年	集换式卡牌及文具	非独家授权	2029 年	中国	中国
叶罗丽	2019 年	集换式卡牌及文具	集换式卡牌独家授权及文具非独家授权	2033 年	中国	中国
蛋仔派对	2019 年	集换式卡牌及文具	非独家授权	2025 年	中国	中国
小马宝莉	2020 年	集换式卡牌及文具	非独家授权	2029 年	英国	全球
火影忍者	2020 年	集换式卡牌及文具	非独家授权	2027 年	中国	中国
斗罗大陆动画	2020 年	集换式卡牌	非独家授权	2026 年	中国	中国
IP A	2022 年	集换式卡牌、徽章及文具	非独家授权	2026 年	中国	中国内地、中国香港、中国澳门、韩国、日本及东南亚
卡游三国	不适用	集换式卡牌	自有	不适用	不适用	不适用

资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 58：按授权协议到期时间划分的授权 IP 产品的收入（百万元）



资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

图表 59：卡游主要 IP 授权与续期情况

IP 名称	IP 授权协议的初始执行时间	续期次数	到期时间
奥特曼	2018 年	4	2029 年
叶罗丽	2019 年	2	2033 年
小马宝莉	2020 年	4	2029 年
火影忍者	2020 年	2	2027 年
斗罗大陆动画	2020 年	2	2026 年
IPA	2022 年	2	2026 年
蛋仔派对	2023 年	-	2025 年

资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

小马宝莉 TCG 将会进一步延续小马宝莉 IP 热度。小马宝莉 TCG 的玩法与万代系 TCG 与 WS 黑白双翼等市面主流 TCG 的玩法有一定相似性。根据教程来看，小马宝莉 TCG 的入手难度不算高，同时其将游戏与剧集中的故事相结合（故事牌），且部分卡牌还采用了小马宝莉官方合作画师与知名艺术创作者绘制的全新立绘，对于并未接触过 TCG 的这两类群体而言具有一定的吸引力，受众目标垂直明确。推出小马宝莉 TCG 卡牌主要是为了吸引小马宝莉的 IP 粉丝，以及将小马宝莉收藏卡的玩家转化为 TCG 玩家，加之在全球范围发布，为小马宝莉系列卡牌带来更多热度。卡游在招股书也表示将持续优化 TCG 活动的组织及推广，并计划每年举办约 200 至 600 场不同级别的 TCG 活动，小马宝莉 TCG 会是接下来的重点项目。

我们认为卡游的重要关注点是其爆款产品打造的持续性。而目前产品 IP 矩阵所针对的人群范围十分宽阔，继《奥特曼》《小马宝莉》之后的强势产品的塑造，将有望解决市场对其后续产品发展以及业绩波动性的问题。

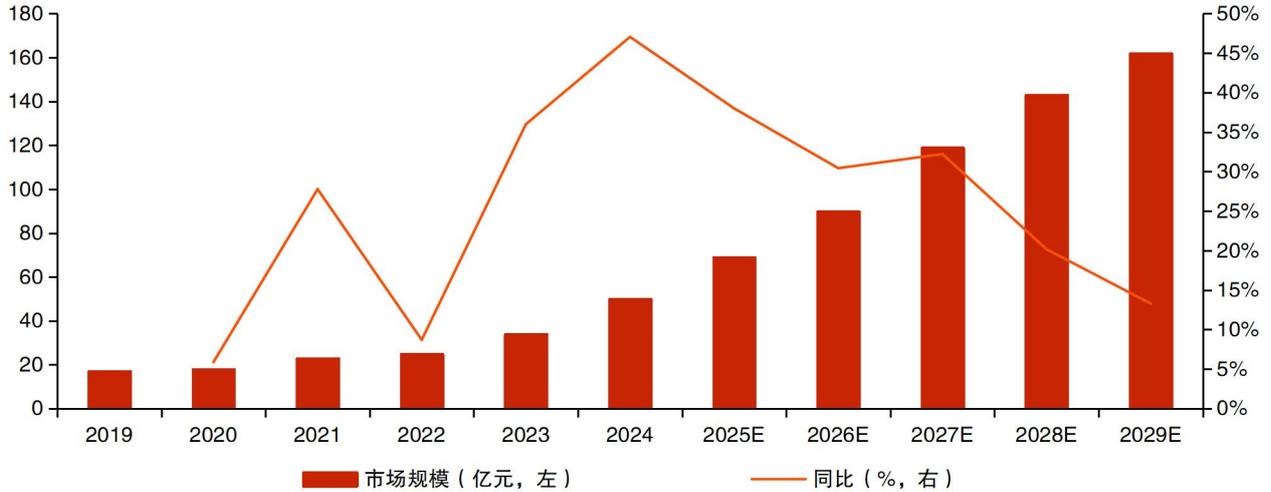
3.2. 关注点二：强渠道能力还能够拓展什么？

泛娱乐文具包括基于 IP 内容开发的笔、本册和其他文具。中国的泛娱乐文具行业处于早期发展阶段。按商品交易总额计，中国泛娱乐文具行业的市场规模按复合年增长率 23.6% 由 2019 年的人民币 17 亿元增长至 2024 年的人民币 50 亿元，根据中华人民共和国教育部、灼识咨询预计 2029 年将达到人民币 162 亿元，2024 年至 2029 年的复合年增长率为 26.3%。

中国的泛娱乐文具行业依托于中国整体成熟文具行业的坚实基础。中国文具行业拥有庞大且稳定增长的市场。按商品交易总额计，根据灼识咨询预计，中国文具行业市场规模由 2019 年的人民币 1,361 亿元增加至 2024 年的人民币 1,399 亿元，复合年增长率为 0.5%，并预计 2029 年将达到人民币 1,681 亿元，2024 年至 2029 年的复合年增长率为 3.8%。尽管存在数字化趋势，文具仍是消费者在众多应用场景方面的优先选择，如办公用途、家庭作业及绘画。尤其是，泛娱乐文具兼具功能性及创意性，因消费者对 IP 主题文具需求持续增长、IP 不断增加及愈加多元化以及 IP 主题产品在各文具类别中的渗透率不断提高，往往具

有巨大的增长潜力。于 2024 年，泛娱乐文具占中国文具行业整个市场规模的 3.6%，而估计到 2029 年此占比将进一步增加至 9.6%。

图表 60：中国泛娱乐文具行业市场规模



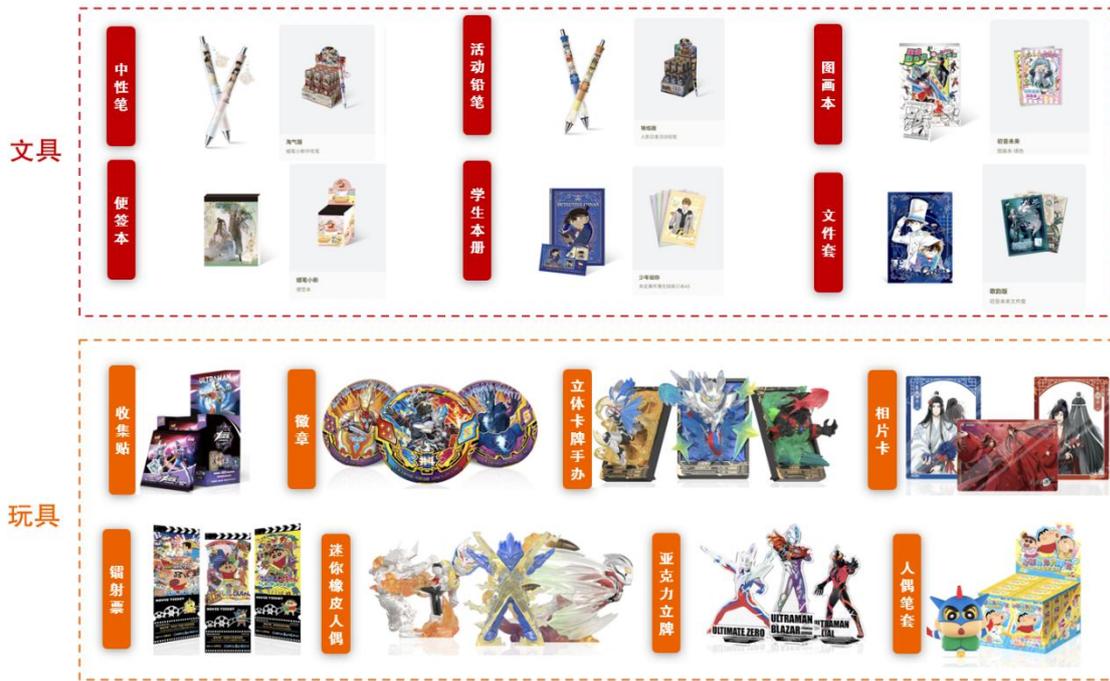
资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

围绕卡游的 IP 矩阵、渠道资源和消费群体特性，产品类型及价格带的拓展是公司 2025 年尝试方向。关键点在于：一是卡游的现有资源（IP、渠道、生产工艺等）的利用效率，二是如何通过这些资源挖掘新的消费需求，三是如何找到与卡游品牌调性契合的新领域。

强渠道能力下还可以卖什么？

关键在于理解“用户代际衔接”。从消费群体来看，奥特曼卡主力用户的小学生毕业后，其对奥特曼产品的消费就会逐步减少，部分人群会转向谷子类、线上游戏或 IP 文创文具等。授权 IP 的文具和潮玩可以直接利用卡游现有的 IP 授权体系和渠道资源进行推广和销售。文具的市场已经相对成熟，但仍有文化 IP 文具的细分赛道可以深挖；而潮玩则是近年来增长迅速的领域，发展潜力较大。结合卡游的生产能力和技术优势，文具产品在生产和质量上能够达到较高水准。

图表 61：卡游的文具和潮玩矩阵



资料来源：公司官网，华源证券研究所

卡牌、文具、谷子，公司尝试寻找新的增长曲线。2024 年，卡游在卡牌的基础上加入了人偶和其他玩具（收集贴、徽章、立牌、相片卡等谷子产品）。此外，卡游亦推出了一系列带有授权 IP 的中性笔、学生本册等文具产品。2022 年至 2024 年，非卡牌的玩具销售收入占比从 4.4% 提升至 13.4%，文具销售收入占比也从 0.5% 增长至 5.1%，2024 年文具业务的毛利率达 39.4%，远超同行业的 20%。销售均价看，2024 年其他玩具的均价为 6.9 元，文具 4.4 元，都高于卡牌的 1.7 元。

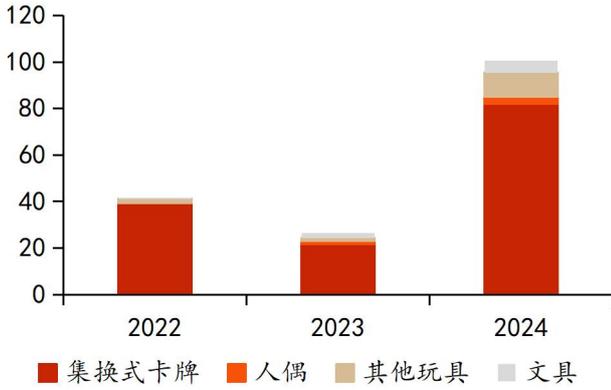
1) 人偶：2023 年，公司将玩具产品线拓展至人偶领域。2023 年和 2024 年分别推出 7 个和 24 个人偶系列。这两年人偶销售收入分别为 1.373 亿元和 3.215 亿元。公司的人偶以精湛工艺著称，能够精准捕捉并再现 IP 角色的复杂细节。部分人偶采用电镀金属漆喷涂技术，赋予人偶独特金属光泽，同时显著提升耐用性。人偶身高通常在 4.5 至 7 厘米之间。除收藏价值外，还注重人偶的功能性和玩法设计。部分人偶采用橡皮材质，具备实用价值。同时，为部分人偶系列设计了专属玩法规则。

2) 其他玩具：公司积极拓展玩具产品品类。2018 年和 2021 年，公司推出了集换式卡牌收藏册和徽章。此后，公司进一步丰富玩具产品组合，2022 年推出了贴纸，2023 年又推出了立牌、冰箱贴和拼图。2022 年至 2024 年，公司分别推出 22 个、62 个和 129 个其他玩具系列。2022-2024 年，公司来自其他玩具的销售收入分别为 1.8 亿元、1.067 亿元和 10.229 亿元。

3) 文具：2022 年，公司的产品矩阵进一步拓展至文具领域，主要涵盖笔和本册。2022-2024 年，公司分别推出 6 个、64 个和 58 个文具系列。凭借在泛娱乐产品开发方面的

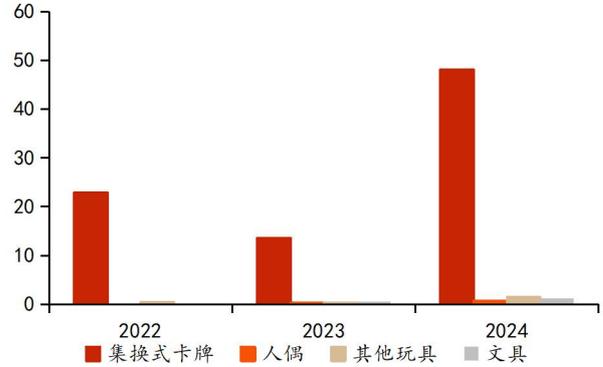
专业经验，公司成功打造了广受认可的文具组合。2022-2024 年，公司来自文具销售的收入分别为 2090 万元、2.396 亿元和 5.125 亿元。

图表 62：2022-2024 年卡游分产品营业收入（亿元）



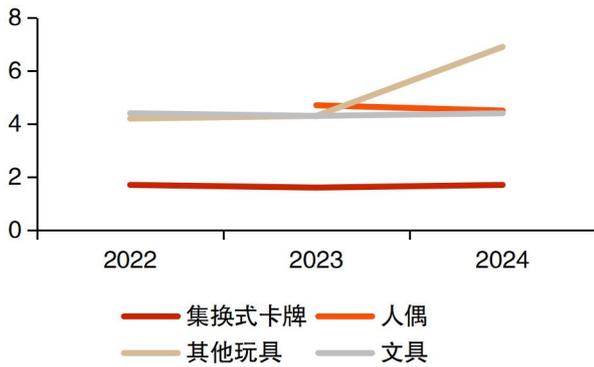
资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

图表 63：2022-2024 年卡游分产品销量（亿销售单位）



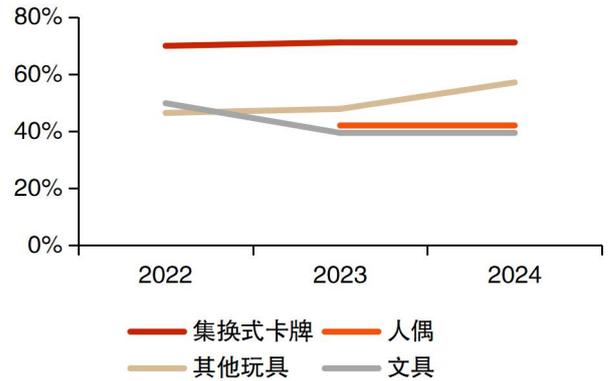
资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

图表 64：2022-2024 年卡游每单位产品平均售价明细（元/销售单位）



资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

图表 65：2022-2024 年卡游分产品毛利率（%）



资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

3.3. 关注点三：拓展海外市场的可能性有多大？

产品优势来看，卡游的 IP 经营已迈出国际化步伐。2024 年，卡游与圆谷、新创华三方联合推出全球版本的《奥特曼卡牌游戏》；与孩之宝签订小马宝莉全球发行协议，并在东南亚等新兴市场逐步推广。IP 衍生品的国际合作探索有望帮助卡游在海外快速打开局面。

卡游现阶段的出海策略以和大 IP 合作为主，通过头部 IP 代理快速渗透市场，以快速强化其在国际终端消费市场的品牌认知度。圆谷、孩之宝的支持，成为了卡游出海的重要一步。

图表 66：2024 年 10 月 17 日，卡游与国际玩具和游戏巨头孩之宝达成深度合作协议，成功获取“小马宝莉”系列的全球授权



资料来源：快消品网微信公众号，华源证券研究所

图表 67：2024 年 10 月 25 日“ULTRAMANCARDGAME”面向世界 15 个国家以及地区同时开售

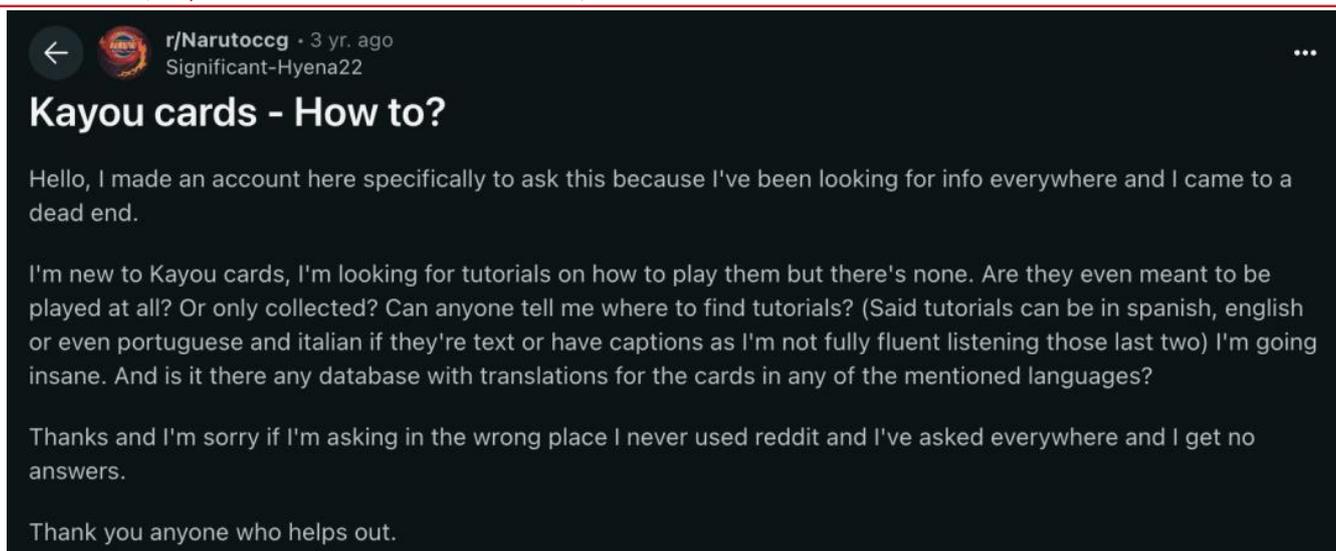


资料来源：卡游微信公众号，华源证券研究所

卡游在海外已打下一定的品牌认知度。在卡游尚未开启海外市场布局之时，其产品已在海外玩家群体中自发掀起了一股探索热潮。早在三年前，Reddit 上便有玩家急切求助卡游卡牌游戏教程，YouTube 上也有大量海外玩家海淘卡游小马宝莉卡牌的视频分享，从侧面印证了卡游产品的市场潜力与吸引力。

2024 年，卡游与 PSA 及 CGC Cards 两大国际权威卡牌认证评级机构达成合作。CGC Cards 作为全球收藏品鉴定巨头 CCG 集团旗下的核心业务，此次合作为卡游卡牌注入了权威背书，使得玩家可通过现场见证的方式鉴定签名卡牌，极大地提升了卡游卡牌的收藏价值，同时也显著增强了卡游品牌在国际领域的专业形象和玩家信任度。

图表 68：三年前，一名网友在网络上求取卡游卡牌游戏的教程



资料来源：wuhu 动画人空间微信公众号，华源证券研究所

图表 69：卡游和 PSA 共同探索创新性的合作模式



资料来源：wuhu 动画人空间微信公众号，华源证券研究所

图表 70：海外玩家海淘卡游小马宝莉卡牌



资料来源：wuhu 动画人空间微信公众号，华源证券研究所

卡游努力探索用卡牌承载中国文化出海的新道路。其自有 IP《卡游三国》已在海外取得一定的成绩，于 2024 年被评为中国年度十大数字文化 IP，仅次于《黑神话：悟空》。

图表 71：卡游的自有 IP《卡游三国》在 2024 年被评为中国年度十大数字文化 IP



资料来源：中国文艺网微信公众号，华源证券研究所

图表 72：卡游打造有内容的中国原创卡牌动画 IP



资料来源：wuhu 动画人空间微信公众号，华源证券研究所

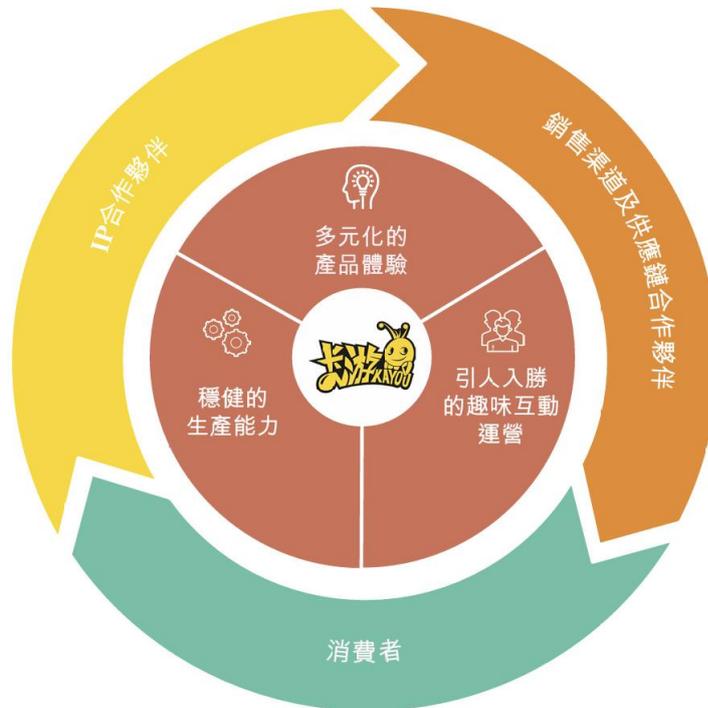
4. 再分析卡游招股书

4.1. 公司简介：集换式卡牌业务的先行者

中国泛娱乐产品行业的开拓者和领导者，中国集换式卡牌业务的先行者。卡游是中国领先的泛娱乐产品公司之一，致力于提供高品质、富有趣味性和互动性的产品，为消费者带来快乐和正能量。2024 年，卡游在泛娱乐产品行业及泛娱乐玩具行业均排名第一，市场份额分别为 13.3% 和 21.5%；在泛娱乐玩具行业集换式卡牌领域中市场份额达 71.1%；在泛娱乐文具行业中市场份额为 24.3%。

公司基于三大核心竞争力的一体化商业模式运营，包括多元化的产品体验、引人入胜的趣味互动运营和稳健的生产能力，其业务模式覆盖全产业链核心环节，在推广泛娱乐文化和提升行业标准方面发挥重要作用。

图表 73：公司核心能力简况



资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

图表 74：2024 年中国泛娱乐产品前五大公司

排名	公司	2024 年商品交易总额 (亿元)	2024 年市场份额
1	卡游	231	13.3%
2	公司 A	120	6.9%
3	公司 B	87	5.0%
4	公司 C	50	2.9%
5	公司 D	43	2.5%

资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

注：公司 A：一家成立于 1932 年的私营公司，总部位于丹麦比隆，主要提供泛娱乐玩具。

公司 B：一家成立于 2010 年的中国公司，总部位于北京，在香港联交所上市，主要提供泛娱乐玩具。

公司 C：于 1923 年成立的美国跨国大众媒体及娱乐集团，总部位于加州伯班克，在纽约证券交易所上市，业务包括泛娱乐产品、媒体网络、公园及度假村等。

公司 D：一家成立于 2014 年的中国公司，总部位于上海，在香港联交所上市，主要提供泛娱乐玩具。

图表 75：2024 年中国泛娱乐玩具前五大公司

排名	公司	2024 年商品交易总额 (亿元)	2024 年市场份额
1	卡游	219	21.5%
2	公司 A	120	11.8%
3	公司 B	87	8.5%
4	公司 D	43	4.2%
5	公司 C	25	2.5%

资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

图表 76：2024 年中国集换式卡牌前五大公司

排名	公司	2024 年商品交易总额 (亿元)	2024 年市场份额
1	卡游	187	71.1%
2	公司 E	12	4.7%
3	公司 F	10	3.8%
4	公司 G	4	1.5%
5	公司 H	4	1.3%

资料来源：卡游上市申请书，华源证券研究所

注：公司 E：一家成立于 2019 年的中国公司，总部位于广州，主要在中国从事提供集换式卡牌。公司 F：一家成立于 1998 年的日本公司，总部位于东京，从事开发和制作基于 IP 的视频游戏、集换式卡牌、动画和电影。公司 G：一家成立于 2016 年的中国公司，总部位于上海，主要在中国从事提供集换式卡牌。公司 H：一家于 2010 年成立的中国公司，总部位于广州，在创业板上市，提供娱乐设备及泛娱乐产品。

4.2. 管理团队：经验的积累

创始人业务与管理经验丰富，核心管理团队资历丰富。集团创始人李奇斌在业务及管理领域经验丰富，在泛娱乐行业有超过 20 年的经验。2011 年 4 月，李奇斌创立卡游，并在 2011 年 4 月至 2021 年 12 月期间担任卡游（上海）文化传播的执行董事。此外，他还在卡游的不同子公司担任董事，其中包括 2019 年 11 月至 2021 年 11 月担任浙江卡游科技的执行董事及总经理，2018 年 2 月至 2021 年 11 月担任浙江卡游文化传播的执行董事，以及从 2019 年 8 月起担任浙江卡游动漫的执行董事、总经理兼首席执行官。

图表 77：高管团队及简介

姓名	职位	履历
----	----	----

图表 77：高管团队及简介

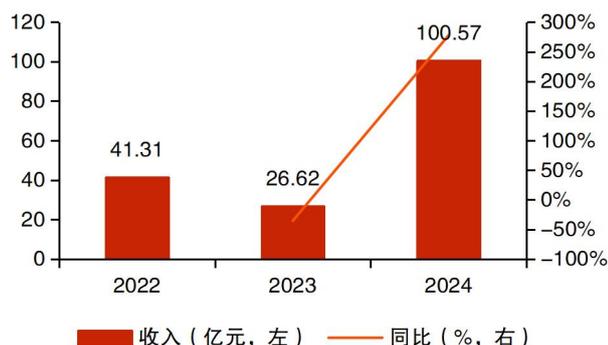
姓名	职位	履历
李奇斌	董事长、执行董事、总经理	在泛娱乐行业有超过 20 年的经验。他于 2003 年进入泛娱乐行业，和配偶齐燕一同经营义乌市甲壳虫玩具厂，开展泛娱乐玩具销售业务。2008 年开始涉足印刷业务，注册成立浙江甲壳虫印刷包装有限公司。2011 年 4 月，李奇斌创立卡游，并在 2011 年 4 月至 2021 年 12 月期间担任卡游（上海）文化传播的执行董事。此外，他还在卡游的不同子公司担任董事，其中包括 2019 年 11 月至 2021 年 11 月担任浙江卡游科技的执行董事及总经理，2018 年 2 月至 2021 年 11 月担任浙江卡游文化传播的执行董事，以及从 2019 年 8 月起担任浙江卡游动漫的执行董事、总经理兼首席执行官。
郭越	执行董事	硕士研究生学历。在泛娱乐行业有近 12 年经验。他在 2017 年 11 月加入本集团，先后担任卡游(上海)文化传播的总经理助理(至 2018 年 2 月)及运营总监(2018 年 3 月至 2019 年 1 月)。除担任本集团旗下不同附属公司的其他董事及高级管理职位外，他自 2019 年 2 月起担任卡游(上海)文化传播及浙江卡游动漫的高级副总裁。在加入本集团之前，他于 2013 年 3 月至 2017 年 10 月任职于甲壳虫(上海)网络科技有限公司，最后的职务为市场部主管。
齐燕	非执行董事	在泛娱乐行业拥有超过 20 年的经验。她于 2003 年进入泛娱乐行业，与配偶李先生共同经营义乌市甲壳虫玩具厂，从事泛娱乐玩具销售业务。2011 年 4 月加入本集团后，她先后担任卡游（上海）文化传播监事（至 2021 年 12 月）及卡游（上海）文化创意监事（2021 年 9 月起）。此外，她还在卡游的不同子公司担任监事，其中包括 2018 年 2 月至 2021 年 11 月担任浙江卡游文化传播监事，2019 年 11 月至 2021 年 11 月担任浙江卡游科技监事，以及 2019 年 8 月起担任浙江卡游动漫监事。同时她自 2021 年 3 月起担任杭州锦卡动漫文化有限公司监事，自 2022 年 8 月起担任河北锦卡动漫设计有限公司监事。
苏凯	非执行董事	博士研究生学历。他于 2021 年 12 月获委任为董事，2024 年 1 月调任为非执行董事。此前他曾在多家公司任职，包括明基逐鹿股份有限公司南京分公司、Kronos 及 IBM Global Business Services 南京分公司。他在 2011 年 6 月至 2014 年 6 月担任福建省三福百货有限公司的首席执行官，2014 年 8 月至 2018 年 5 月担任金鹰商贸集团有限公司的首席执行官，自 2018 年 8 月起担任红杉中国的合伙人。
陈弘俊	独立非执行董事	本科学历，澳洲会计师公会及香港会计师公会会员，在企业融资及财务管理领域拥有超过 20 年经验。他于 2024 年 1 月起担任独立非执行董事。在此之前，他曾在多家公司任职，包括星展唯高达证券企业融资部执行人员（2000 年 4 月至 2001 年 12 月）、星展亚洲融资有限公司股本市场和银行全球金融市场助理副总裁（2002 年 1 月至 2005 年 7 月）、新加坡大华亚洲（香港）有限公司副董事（2005 年 7 月至 2009 年 11 月）、环能国际控股有限公司财务总监（2009 年 11 月至 2015 年 6 月）、广汇宝信汽车集团有限公司独立非执行董事（2011 年 11 月至 2021 年 6 月）。同时担任香港私募投资公司 Sun Ray Capital Investment Corporation 财务总监（2015 年 7 月起）、生物医药公司 LabyRx Immunologic Therapeutics Limited 财务总监（2018 年 7 月起）、医疗设备初创公司 Lifespans Limited 财务总监（2018 年 8 月起）、兼职首席财务官服务公司 CFO (HK) Limited（2021 年 1 月起）。他亦曾担任下列香港上市公司的独立非执行董事：百联集团控股有限公司（2019 年 10 月起）、朝云集团有限公司（2021 年 2 月起）、励晶太平洋集团有限公司（2023 年 4 月起）。
李重光	独立非执行董事	香港会计师公会、特许公认会计师公会及英格兰及威尔斯特许会计师公会资深会员，注册内部审计师。于 2024 年 1 月获委任为独立非执行董事。1990 年 9 月至 2002 年 2 月在朱永昌朱国正会计师事务所任职，最后职位为合伙人。2004 年 10 月至 2005 年 9 月担任复地（集团）股份有限公司的合格会计师，2005 年 5 月至 2021 年 12 月担任上海电气集团股份有限公司及上海证券交易所担任合格会计师、公司秘书及投资者关系部部长，2011 年至 2012 年担任高斯国际公司的财务部高级副总裁暨财务长。同时他自 2023 年 5 月起担任会计师事务所连建明会计师事务所合伙人，亦曾经担任源通果汁投资有限公司的财务总监。
陈浩	独立非执行董事	博士研究生学历。于 2024 年 1 月获委任为独立非执行董事。她于 2002 年 10 月加入上海交通大学担任讲师，并自 2013 年 1 月起担任安泰经济与管理学院教授及博士生导师。她在 2021 年 2 月至 2023 年 4 月于捷冠控股有限公司担任非执行董事。2016 年 4 月至 2020 年 3 月获委任为中国管理现代化研究会营销管理专业委员会常务理事，2022 年 5 月至 2023 年 7 月担任中国高等院校市场学研究会理事，2023 年担任上海市场学会第九届理事会常务理事。她亦于 2018 年 4 月至 2023 年 4 月及自 2023 年 7 月起担任中国技术经济学会神经经济管理专业委员会成员。

资料来源：卡游上市说明书，华源证券研究所

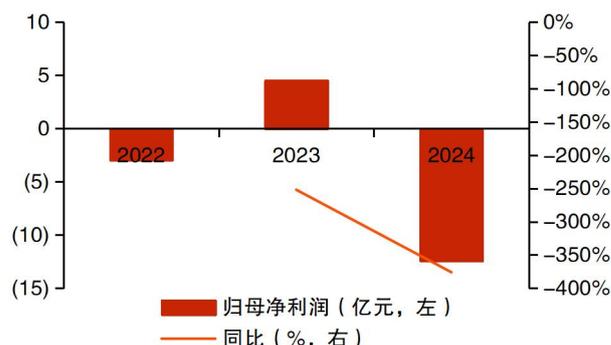
4.3. 财务分析：产品高弹性下的波动

收入端来看，2022 年公司收入 41.31 亿元，主要来自于集换式卡牌的高增长，其中奥特曼 IP 相关卡牌贡献了大部分收入。2023 年公司收入 26.62 亿元，同比下滑 35.6%，一是因公司策略性扩充产品组合和 IP 矩阵；二是受公共卫生事件影响，社交和商业活动受限，导致集换式卡牌需求临时减少。2024 年，公司收入增长至 100.57 亿元，同比增加 278%。

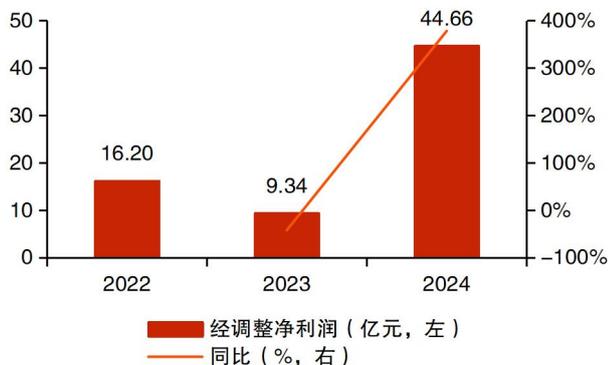
利润端来看，2024年，公司净亏损为12.42亿元，较2023年的净利润4.50亿元出现显著下滑。主要原因包括：**1）行政费用显著增加**：2024年，公司根据股权激励计划向李奇斌先生授予股份，确认了大额股份支付费用，以表彰其对公司发展的重要贡献。**2）金融负债公允价值变动**：2024年，A轮优先股的公允价值增幅较2023年大幅上升，导致以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债产生较大公允价值亏损。**经调整净利润增加**，2024年经调整净利润45亿元，利润率达44%，同比增长378%。

图表 78：2022-2024 年公司收入情况


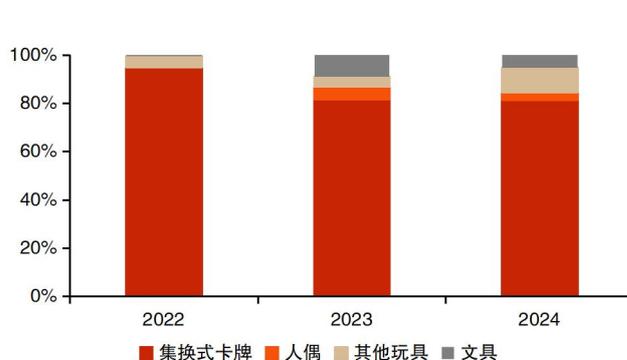
资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 79：2022-2024 年公司归母净利润情况


资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 80：2022-2024 年公司经调整归母净利润情况


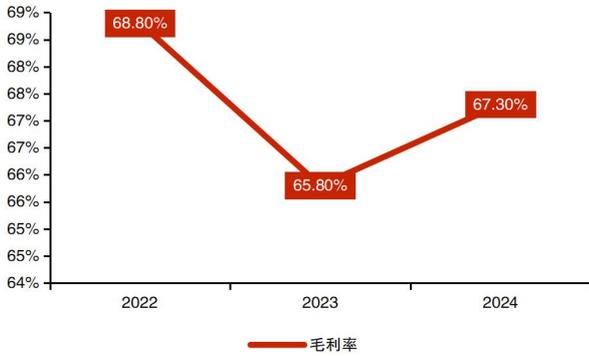
资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所
 注：经调整净利润为通过加回股份支付开支、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债的公允价值变动及开支而调整的期内净亏损或利润

图表 81：2022-2024 年公司分产品营收情况 (%)


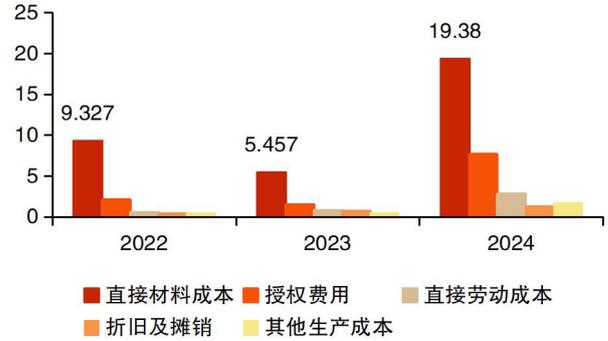
资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

直接材料成本为销售成本主要构成。公司的销售成本从2023年的9.11亿元增长至2024年的32.92亿元，主要由于：**1）直接材料成本**：从2023年的5.46亿元显著增加至2024年的19.38亿元。为了满足市场日益增长的需求，公司增加了原材料的采购量以扩大生产规模。**2）授权费用**：随着公司产品销量的提升，相应的授权费用也有所增加。**3）直接劳动成本**：随着销量的增加，公司在生产过程中投入了更多的人力，导致直接劳动成本上升。

毛利率整体保持稳定，2022-2024 年公司毛利率保持 65%以上。2022 年公司整体毛利率 68.8%，2023 年公司毛利率下滑至 65.80%，主要由于文具产品的收入贡献增加，其毛利率一般低于玩具。

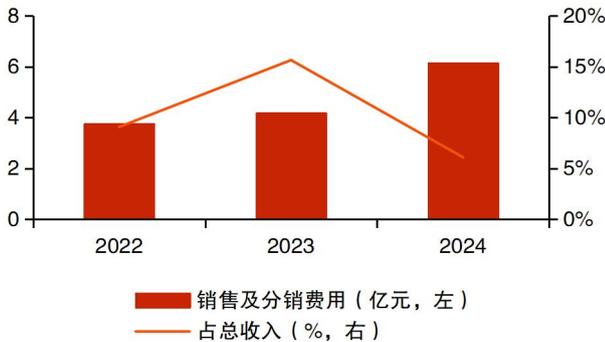
图表 82：2022-2024 年公司毛利率


资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

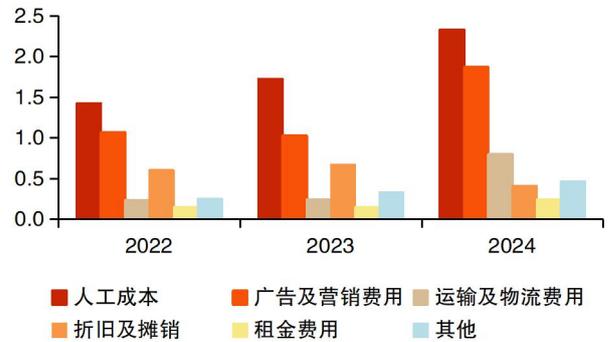
图表 83：2022-2024 年公司销售成本明细（亿元）


资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

销售及分销费用占总收入比率稳定。2022 年至 2024 年，公司销售及分销费用分别为 3.75 亿元、4.16 亿元、6.13 亿元，分别占同期总收入的 9%、16%、6%。销售及分销费用主要包括：1) 人工成本，主要涉及销售人员相关的薪酬、奖金及其他福利；2) 广告及营销费用，主要用于线上及线下营销与推广活动。

图表 84：2022-2024 年公司销售及分销费用情况


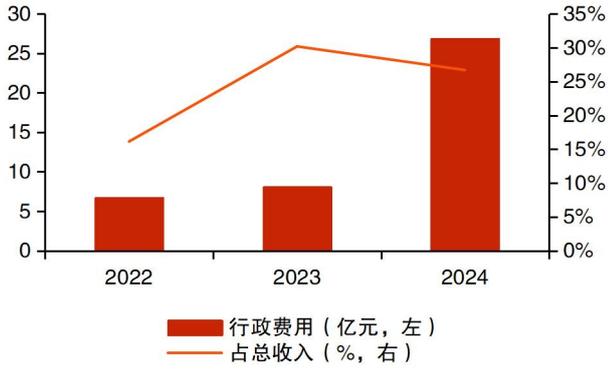
资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 85：2022-2024 年公司销售及分销费用明细（亿元）


资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

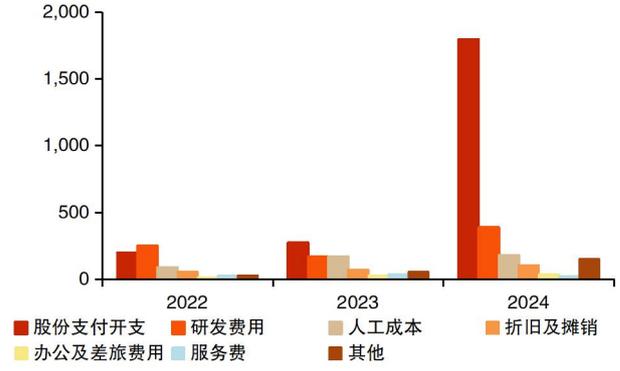
行政费用大幅增加，2024 年行政费用为 27 亿元，同比增加 234%。2022 年至 2024 年期间行政费用率分别为 16%、30%、27%，其中股份支付占比较高，2024 年股份支付占行政费用的 67%。

图表 86：2022-2024 年公司行政费用情况



资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

图表 87：2022-2024 年公司行政费用明细 (亿元)



资料来源：公司上市说明书，华源证券研究所

5. 卡牌行业相关标的梳理

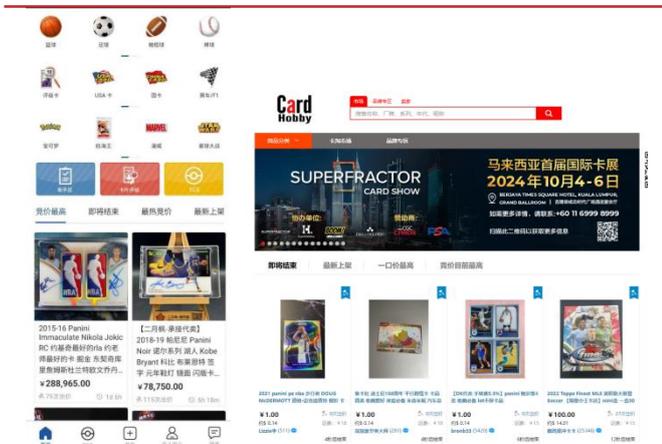
我们认为随着人口结构的演变，新世代用户群体对 IP 的付费意愿逐步增强，卡牌兼具社交、收藏与投资的属性，是重要的 IP 衍生品形态之一。除了卡游，我们认为更多公司在关注卡牌赛道，我们建议持续重视卡牌线下高景气度产业发展，关注相关产业链布局公司，并从 IP 价值和团队营运能力等方面判断布局公司发展潜力。

5.1. 姚记科技：全链路前瞻布局卡牌新赛道

姚记科技通过投资上海璐到粗企业管理咨询有限公司参与体育文化收藏卡发行及二级交易平台等业务。旗下体育文化收藏卡发行及二级交易平台等业务，包括 Card Hobby（卡淘，卡牌交易平台业务）及 DAKA（收藏卡发行业务）。

卡淘于 2015 年整合传统 Web 端交易平台并升级为移动端，公司业务开始系统化铺设。2018 年卡淘平台打通海外注册，2019 年获得拍卖许可证。自 2020 年起，卡淘已全面实现线上担保交易，全面对接银联系统，有效保障交易安全性。2023 年，卡淘增设线下板块，同时推出丰富的线下活动。目前，卡淘 CardHobby 是国内成立最早且规模最大的球星卡交易平台，有足球、篮球、橄榄球等球星卡品类，亦有 TCG、娱乐卡片。

图表 88：卡淘 APP 及卡淘网页版



资料来源：卡淘官网，卡淘 APP，华源证券研究所

图表 89：上海璐到粗企业管理咨询有限公司股权结构



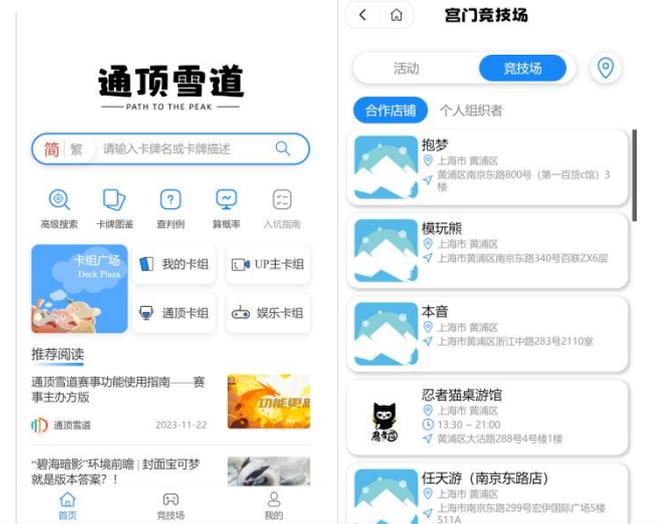
资料来源：企查查，华源证券研究所

姚记潮品于 2022 年 9 月成立，并在当月正式成为宝可梦 TCG（简中版）中国大陆地区代理商。其主要围绕宝可梦卡 PTCG 进行渠道铺设、市场运营和赛事运营，开展 PTCG 相关的产品销售及赛事运营业务。截至 2024 年 1 月，姚记潮品已开设 100 余家大型道馆，200 余家道馆，400 余家体验店，650 余家零售店及 2500 余家流通店。此外，公司还覆盖了约 4000 家便利店网络，真正实现终端渠道全覆盖。旗下 IP 方面，姚记潮品获任天堂宝可梦卡代理，迪士尼洛卡纳收藏卡代理等。

闪魂 ShiningSoul 创立于 2023 年，主要聚焦中国卡牌市场，从事 IP 设计、卡牌美术设计、卡牌工艺设计、卡牌玩法设计、卡牌生产、卡牌渠道拓展等，深度参与到卡牌的各产业

链环节。公司供应链体系完整，保障卡牌工艺质量，且核心团队拥有 10 年以上卡牌、衍生品及营销、运营等经验。同时闪魂在 IP 授权方面和腾讯、网易和米哈游等多家国内游戏公司具有深度合作，目前旗下 IP 授权包括：《原神》《第五人格》《英雄联盟》《少女前线：云图计划》《绝对演绎》《Fate》《大英图书馆》《小猪佩奇》等。

图表 90：姚记潮品自研“通顶雪道”小程序



资料来源：通顶雪道微信小程序，华源证券研究所

图表 91：闪魂第五人格《雕刻时光》收藏卡



资料来源：ShingSoul 闪魂微信公众号，华源证券研究所

5.2. 浙数文化：通过投资布局卡牌业务

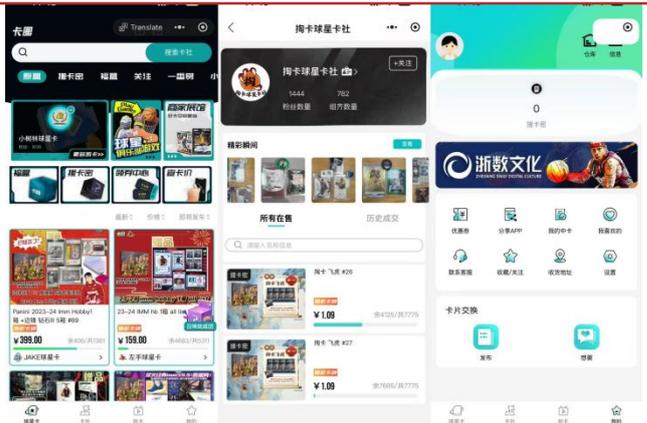
公司通过旗下全资子公司边锋网络投资杭州潮卡引力科技有限公司，通过投资并购的方式布局卡牌业务。卡圈是一个专注于球星卡文化，为球星卡用户提供球星卡交易、球星卡资讯及相关球星卡卡具销售的电商平台。

图表 92：杭州潮卡引力科技有限公司股权结构



资料来源：爱企查，华源证券研究所

图表 93：卡圈小程序界面



资料来源：卡圈小程序，华源证券研究所

5.3. 奥飞娱乐：国产 IP 资源丰富，布局逐步深入

公司多年来持续打造并积累了众多优质年轻向 IP 资源。包括“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”、“量子战队”、“萌鸡小队”、“贝肯熊”、“飓风战魂”、“爆裂飞车”、“火力少年王”等。

目前，公司卡牌业务主要围绕自有 IP 开发产品，已推出《铠甲勇士》和《喜羊羊与灰太狼》第一弹卡牌产品，且于 2024 年 7 月推出“铠甲勇士竞技收藏卡-战神版”，《巴啦啦小魔仙》卡牌进入产品研发阶段。

2024 年 8 月 20 日，奥飞娱乐在 2024 秋季新品发布会表示，后续将有更多热门 IP 加入，拓展产品线并推进整体营销矩阵，建立奥迪双钻品牌在卡牌领域的市场基础及潜力。在 2024 年 11 月 3 日的投资者关系活动上，公司表示卡牌是今年重点拓展的品类，将加快拓展潮玩、卡牌、谷子周边等品类布局，未来将积极拓展与外部知名 IP 的授权合作。

图表 94：奥飞娱乐旗下卡牌产品



资料来源：奥飞娱乐微信公众号，华源证券研究所

图表 95：奥飞娱乐《铠甲勇士竞技收藏卡-战神版》



资料来源：IPC 情报局微信公众号，华源证券研究所

5.4. 上海电影：卡牌产品布局拓展 IP 边界

公司旗下“上影元”运营众多动画 IP 及真人影视版权，包括《中国奇谭》《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《哪吒闹海》《天书奇谭》等经典动画作品，《日出》《阿 Q 正传》《庐山恋》《三毛从军记》等经典影视作品，覆盖全年龄段人群。

在公司大 IP 开发战略下，上影元通过卡牌产品拓展 IP 边界。公司授权卡星时代多款国民动画 IP，连续推出卡牌产品，2022 年联合推出《天书奇谭》卡牌，2023 推出《哪吒闹海》《中国奇谭》《葫芦兄弟》卡牌，2024 年 3 月推出《大闹天宫》集换式卡牌。2024 年 6 月 14 日，上影元与卡盟文创展开战略合作，联手打造“卡片英雄”国产英雄卡牌产品。

图表 96: 上影元联合卡盟文创推出《卡片英雄-星球一番》第一弹



资料来源: 卡盟文创微信公众号, 华源证券研究所

图表 97: 公司联合卡星时代推出《大闹天宫》集换式卡牌



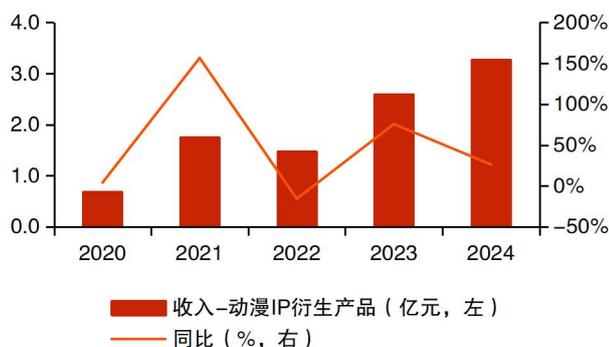
资料来源: 卡星时代微信公众号, 华源证券研究所

5.5. 华立科技: 国内游艺行业龙头, 加快 IP 部署

公司是国内游戏游艺行业龙头, 主营游戏游艺设备、动漫 IP 衍生产品和运营服务。公司 IP 资源优势显著, 与微软、万代南梦宫、世嘉等全球知名游戏企业建立合作, 目前已获得《闪电摩托 DX》、《极品飞车》、《巨兽浩劫 3》、《假面骑士正义变身》、《太鼓之达人》、《舞萌 DX》、《头文字 D 激斗》、《狂野飙车 9》、《我的世界》、《宝可梦》、《奥特曼》、《三国幻战》等多款 IP 在游戏游艺设备领域的全球或区域代理权。渠道方面, 公司与万达宝贝王、大玩家、风云再起、永旺幻想、星际传奇、天空之城、Round 1、Time Zone、HELIX LEISURE PTE LTD 等国内外知名连锁品牌进行合作。

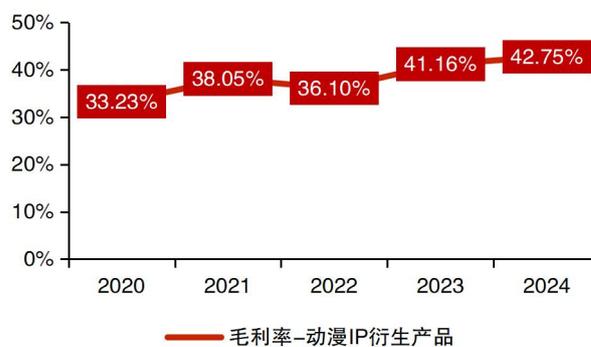
目前, 公司动漫 IP 衍生产品业务主打的产品包括《宝可梦加傲乐》、《我的世界》、《三国幻战》等系列产品。2024 年, 公司收入约 10.17 亿元, 其中动漫 IP 衍生产品销售收入约 3.27 亿元, 同比增长 26.14%, 毛利率 42.75%。在 2024 年 10 月投资者关系活动中, 公司表示将加快欧美 IP 的部署, 且正积极探索将动漫 IP 衍生业务引入日本市场。

图表 98: 2020-2024 年公司动漫 IP 衍生产品收入情况



资料来源: iFinD, 华源证券研究所

图表 99: 2020-2024 年公司动漫 IP 衍生产品毛利率情况



资料来源: iFinD, 华源证券研究所

6. 风险提示

- 1) 客户流失风险：消费者对公司产品的需求可能会发生变化，如消费意愿及购买力的变化、消费者人口结构的变化以及市场上各种 IP 主题的玩具及文具产品日益多样化。
- 2) IP 运营风险：公司提供以 IP 为主题的产品，因此 IP 的认可度或受欢迎程度对公司产品销售至关重要，而此部分取决于公司的 IP 运营能力，若 IP 运营能力不及预期可能会对公司业绩造成大幅波动。
- 3) 政策风险：公司目前主要消费群体以未成年人为主，涉及到盲盒拆卡诱发未成年人参与赌博、直播平台责任落实不到位、过度消费与退款困难等风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。